



2009年3月18日

通讯设备及服务

业绩预览

李源

分析员

lilisa@cicc.com.cn

赵苏

分析员

zhaosu@cicc.com.cn

邱爽

联系人

qius@cicc.com.cn

## 机遇大于挑战

### 通讯设备行业年报及1季报预览

#### 投资亮点:

**投资建议——关注整体板块投资机遇、把握介入时点、重点选择业绩可持续成长的个股：**在宏观经济较差的背景中，得益于国内电信投资反弹对业绩带来的支撑，整体通讯设备板块在09年有机会跑赢大盘。但我们仍需强调各类子行业的项目进程不同，相对季度业绩具有波动性，特别是部分公司1季度业绩偏低将可能对股价带来一定影响，建议投资者，特别是关注绝对收益的情况下，逢低吸纳。综合考虑公司的持续成长性及竞争力，在我们所覆盖的公司中仍相对看好：中兴通讯、中创信测、中天科技和武汉凡谷。从各子板块的投资机会看，除需重点关注受益幅度较大的主设备行业外，其它子行业也存在一定机会：

- ✓ 室内外覆盖行业我们尚未覆盖，但我们认为该行业将受益3G的更新换代，以及新楼覆盖，未来2年需求或大幅增长。尽管由于行业集中度较分散，价格竞争仍然激烈，但一定规模以上，且存在自主研发和技术优势的企业仍有望得到30%以上的利润增长。主要的厂商包括三维通信、京信通信等。
- ✓ 辅助设备及服务提供商中，中创信测、华胜天成、亿阳信通和动力源受益可能较慢，预计2、3季度才能从业绩中明显体现重组后电信投资的拉动作用。其他可能受益的相关公司包括国脉科技和新海宜等。
- ✓ 光纤缆厂商有望普遍受益于光纤短期供不应求的局面，价格有望稳中略升，带动业绩增长。受益厂商包括中天科技、亨通光电、烽火通信等。

- ◆ **业绩成长较为确定**，尽管宏观经济持续调整，得益于国内电信投资增长及竞争阶段性放缓，通讯设备行业09年业绩将有望实现稳定增长。

- ✓ 2008年业绩：预计同比增长超过30%的包括中兴通讯、中创信测、中天科技、武汉凡谷和烽火通信；预计同比增长未达到20%的包括中通服和亨通光电；预计同比下降的有亿阳信通和动力源，其中亿阳信通已经公告预减35%。
- ✓ 09年1季度：传统看是行业淡季，但部分公司“淡季不淡”，1季度有望同比增长30%以上，甚至存在预增的可能，包括中兴通讯、武汉凡谷、三维通信、新海宜和华胜天成。但部分公司由于3G项目相关收入确认较慢，或者去年基数较高，09年1季度同比增长预计在30%以下，包括中天科技、烽火通信、亿阳信通、亨通光电。动力源由于去年同期经营较差，今年有望减亏。

- ◆ **国内电信投资明确增长、竞争阶段性放缓**。预计国内电信投资在09年有望同比增长18.7%，且毛利率压力将有望减轻，主要是：①国际厂商产品持续研发能力下降，在中国通讯系统市场的强势地位明显下降；②部分扩容项目采取议标形式，相对减少恶性价格战；③在采购形式上，除主设备标准化程度较高而仍采用集采形式外，部分辅助设备如测试设备，需要根据具体需求定制，未全部列入集采目录；④由于建网速度较快，部分产品由于产能限制供不应求，如基站射频器件、光纤等，光纤价格甚至由去年年底的75元/芯公里上调至85元/芯公里左右。

- ◆ **海外市场存在机遇，主系统与配套厂商均收益**：目前的全球宏观经济情况为中国主设备厂商和配套辅助厂商均带来海外市场发展机遇，其中①主系统设备厂商有望持续扩大海外市场占有率，进而突破发达国家市场；②配套辅助设备厂商走向海外条件逐渐成熟，一方面有望受益中国主设备厂商海外拓展，“借船出海”；另一方面得益于海外主设备厂商加大对中国厂商采购力度。

## 目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 投资建议：重视整体板块投资 .....         | 3  |
| 业绩成长较为确定 .....              | 4  |
| 08 年年报预览.....               | 4  |
| 1 至 3 季度业绩增长确定及 1 季度初览..... | 5  |
| 国内投资增长预期明确，竞争相对缓和.....      | 7  |
| 国内电信投资增长预期明确.....           | 7  |
| 国内竞争相对缓和 .....              | 8  |
| 海外市场存在机遇，主系统与配套厂商均受益 .....  | 9  |
| 主系统设备厂商迎来重大发展机遇 .....       | 10 |
| 辅助配套厂商海外拓展机会逐渐成熟.....       | 11 |
| 中创信测（6000485.CH）：审慎推荐.....  | 12 |
| 中国通信服务（552.HK）：审慎推荐 .....   | 15 |
| 三维通信（002115.CH）：无评级.....    | 21 |
| 新海宜（002089.CH）：无评级.....     | 24 |

## 图表

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图表 1：通讯设备行业估值表 .....          | 3  |
| 图表 2：通讯设备行业年报业绩预览.....        | 4  |
| 图表 3：通讯设备行业 1 季度业绩预览 .....    | 5  |
| 图表 4：通讯设备厂商去年 1~3 季度业绩较低..... | 6  |
| 图表 5：通讯设备厂商受益判断 .....         | 6  |
| 图表 6：09 年电信投资预测.....          | 7  |
| 图表 7：09 年各运营商电信投资结构变化 .....   | 7  |
| 图表 8：海外厂商财务紧张，研发投入降低.....     | 8  |
| 图表 9：IDC 预测 09 年全球电信投资下降..... | 9  |
| 图表 10：主要运营商受宏观经济影响，财务趋紧.....  | 10 |
| 图表 11：设备厂商研发费用率对比 .....       | 10 |
| 图表 12：辅助配套厂商主要产品及客户 .....     | 11 |
| 中创信测主要财务、股票信息.....            | 12 |
| 中通服主要财务、股票信息 .....            | 15 |
| 三维通信主要财务、股票信息.....            | 21 |
| 新海宜主要财务、股票信息 .....            | 24 |

## 投资建议：重视整体板块投资

在宏观经济较差的背景中，得益于国内电信投资反弹对业绩带来的支撑，整体通讯设备板块有望持续成为市场关注的焦点。从 08 年 10 月 20 号我们推出“通讯设备行业四季度策略”报告建议投资者充分关注通讯设备板块在年底年初的投资机会以来，该板块已跑赢大盘 47.1%，且从年初到现该板块也明显跑赢大盘 9.4%。我们认为如在未来大盘不出现较大的涨跌幅的情况下，随各个公司 09 年业绩的逐步体现，通讯设备板块跑赢大盘的机会较大。

但我们仍需强调各类子行业的项目进程不同，相对季度业绩具有波动性，特别是部分公司 1 季度业绩偏低将可能对股价带来一定影响，建议投资者，特别是关注绝对收益的情况下，逢低吸纳。

综合考虑公司的持续成长性及竞争力，在我们所覆盖的公司中仍相对看好：中兴通讯、中创信测、中天科技和武汉凡谷。从各子板块的投资机会看，除需重点关注受益幅度较大的主设备行业外，其它子行业也存在一定机会：

- ✓ 室内外覆盖行业我们尚未覆盖，但我们认为该行业将受益 3G 的更新换代，以及新楼覆盖，未来 2 年需求或大幅增长。尽管由于行业集中度较分散，价格竞争仍然激烈，但一定规模以上，且存在自主研发和技术优势的企业仍有望得到 30%以上的利润增长。主要的厂商包括三维通信（002115.SZ）、京信通信（2342.HK）等。
- ✓ 辅助设备及服务提供商中，中创信测、华胜天成、亿阳信通和动力源受益可能较慢，预计 2、3 季度才能从业绩中明显体现重组后电信投资的拉动作用。其他可能受益的相关公司包括国脉科技（002093.SZ）和新海宜（002089.SZ）等。
- ✓ 光纤缆厂商有望普遍受益于光纤短期供不应求的局面，价格有望稳中略升，带动业绩增长。受益厂商包括中天科技、亨通光电、烽火通信等。

图表 1：通讯设备行业估值表

| 行业    | 子板块    | 上市公司   | 评级   | 币种    | 股价@     | 总市值   | 收入 (百万元) |       |        |       |        |       | 每股收益   |        |        |       |        |        | 08 PE    | 09 PE | 10 PE |
|-------|--------|--------|------|-------|---------|-------|----------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|----------|-------|-------|
|       |        |        |      |       | 09.3.17 | 百万美元  | 2008E    | YoY   | 2009E  | YoY   | 2010E  | YoY   | 08 EPS | YoY    | 09 EPS | YoY   | 10 EPS | YoY    |          |       |       |
| 通讯设备  | 主设备    | 中兴通讯-A | 推荐   | CNY   | 34.25   | 6,430 | 45,540   | 30.9% | 56,702 | 24.5% | 67,355 | 18.8% | 1.23   | 32.3%  | 1.67   | 35.4% | 2.00   | 19.9%  | 27.8x    | 20.5x | 17.1x |
|       |        | 中兴通讯-H | 推荐   | HKD   | 28.50   | 6,430 | -        | -     | -      | -     | -      | -     | 1.43   | 44.6%  | 1.90   | 32.4% | 2.20   | 16.0%  | 19.9x    | 15.0x | 12.9x |
|       |        | 烽火通信   | 中性   | CNY   | 14.55   | 873   | 3,021    | 28.7% | 3,785  | 25.3% | 4,545  | 20.1% | 0.40   | 55.6%  | 0.44   | 10.7% | 0.54   | 21.1%  | 36.3x    | 32.8x | 27.1x |
|       |        | ST大唐   | 中性   | CNY   | 7.89    | 507   | 2,706    | 9.6%  | 3,098  | 14.5% | 3,564  | 15.0% | 0.10   | 43.6%  | 0.12   | 12.9% | 0.16   | 38.3%  | 75.9x    | 67.2x | 48.6x |
|       |        | 南京熊猫-A | 中性   | CNY   | 5.07    | 337   | 1,380    | 38.9% | 1,643  | 19.1% | 1,910  | 16.2% | 0.09   | -31.3% | 0.13   | 34.5% | 0.14   | 13.6%  | 54.2x    | 40.3x | 35.5x |
|       |        | 南京熊猫-H | 中性   | HKD   | 1.00    | 337   | -        | -     | -      | -     | -      | -     | 0.11   | -40.2% | 0.14   | 31.4% | 0.16   | 9.9%   | 9.2x     | 7.0x  | 6.4x  |
|       |        | 主设备平均  |      |       |         |       |          |       |        |       |        |       |        |        |        |       |        |        | 37.2x    | 30.5x | 24.6x |
|       | 辅助设备   | 中创信测   | 审慎推荐 | CNY   | 14.79   | 296   | 277      | 42.5% | 404    | 45.8% | 549    | 35.9% | 0.39   | 100.0% | 0.53   | 35.1% | 0.95   | 78.7%  | 37.5x    | 27.8x | 15.5x |
|       |        | 武汉凡谷   | 审慎推荐 | CNY   | 21.56   | 1,348 | 1,394    | 35.1% | 1,842  | 32.1% | 2,218  | 20.4% | 0.75   | 40.3%  | 0.98   | 30.2% | 1.17   | 19.2%  | 28.7x    | 22.0x | 18.5x |
|       |        | 华胜天成   | 审慎推荐 | CNY   | 13.06   | 801   | 3,076    | 37.1% | 4,092  | 33.0% | 5,360  | 31.0% | 0.48   | 13.3%  | 0.60   | 24.8% | 0.75   | 25.4%  | 27.1x    | 21.7x | 17.3x |
|       |        | 亿阳信通   | 审慎推荐 | CNY   | 13.57   | 699   | 1,054    | 17.7% | 1,231  | 16.8% | 1,357  | 10.2% | 0.47   | 30.8%  | 0.63   | 34.9% | 0.73   | 15.7%  | 29.2x    | 21.6x | 18.7x |
|       |        | 动力源    | 中性   | CNY   | 5.55    | 169   | 565      | 15.3% | 730    | 29.4% | 874    | 19.7% | 0.00   | -81.2% | 0.06   | n.m.  | 0.12   | 112.0% | 1,755.3x | 98.7x | 46.6x |
|       |        | 国际科技   | -    | CNY   | 14.38   | 562   | 486      | 80.8% | 699    | 43.8% | 908    | 29.8% | 0.31   | 47.8%  | 0.45   | 47.7% | 0.64   | 40.3%  | 46.8x    | 31.7x | 22.6x |
|       |        | 新海宜    | -    | CNY   | 10.74   | 240   | 289      | 43.6% | 500    | 72.9% | 683    | 36.5% | 0.21   | 24.5%  | 0.40   | 88.2% | 0.60   | 51.4%  | 50.8x    | 27.0x | 17.8x |
|       | 辅助设备平均 |        |      |       |         |       |          |       |        |       |        |       |        |        |        |       |        | 36.7x  | 25.3x    | 18.4x |       |
|       | 室内覆盖   | 三维通信   | -    | CNY   | 14.28   | 251   | 446      | 66.3% | 653    | 46.5% | 858    | 31.3% | 0.47   | 34.9%  | 0.64   | 36.2% | 0.80   | 24.0%  | 30.3x    | 22.2x | 17.9x |
|       |        | 京信通信   | -    | HKD   | 2.20    | 240   | 2,114    | 19.5% | 2,958  | 39.9% | 3,508  | 18.6% | 0.25   | 10.7%  | 0.35   | 40.7% | 0.41   | 18.6%  | 8.9x     | 6.3x  | 5.3x  |
|       |        | 奥维通信   | -    | CNY   | 8.91    | 139   | -        | -     | -      | -     | -      | -     | -      | -      | -      | -     | -      | -      | -        | -     | -     |
|       |        | 国人通信   | -    | USD   | 1.26    | 32    | -        | -     | -      | -     | -      | -     | -      | -      | -      | -     | -      | -      | -        | -     | -     |
|       | 室内覆盖平均 |        |      |       |         |       |          |       |        |       |        |       |        |        |        |       |        | 19.6x  | 14.3x    | 11.6x |       |
|       | 工程及服务  | 中通服    | 审慎推荐 | HKD   | 4.96    | 3,693 | 30,557   | 29.8% | 37,438 | 22.5% | 42,496 | 13.5% | 0.27   | 23.7%  | 0.31   | 16.7% | 0.35   | 13.0%  | 18.6x    | 16.0x | 14.1x |
|       | 光纤缆    | 中天科技   | 审慎推荐 | CNY   | 13.29   | 624   | 2,895    | 45.6% | 3,723  | 28.6% | 4,692  | 26.0% | 0.42   | 60.6%  | 0.56   | 33.4% | 0.68   | 20.3%  | 31.5x    | 23.6x | 19.6x |
| 亨通光电  |        | 推荐     | CNY  | 15.72 | 382     | 1,419 | 28.9%    | 1,845 | 30.1%  | 2,330 | 26.3%  | 0.53  | 11.4%  | 0.64   | 19.7%  | 0.81  | 26.1%  | 29.4x  | 24.6x    | 19.5x |       |
| 长江通信  |        | -      | CNY  | 7.72  | 224     | 476   | 3.6%     | 533   | 11.9%  | 569   | 6.8%   | 0.18  | 11.4%  | 0.20   | 15.5%  | 0.23  | 11.5%  | 43.6x  | 37.8x    | 33.9x |       |
| 永鼎股份  |        | -      | CNY  | 5.01  | 199     | -     | -        | -     | -      | -     | -      | -     | -      | -      | -      | -     | -      | -      | -        | -     |       |
| 特发信息  |        | -      | CNY  | 5.30  | 194     | -     | -        | -     | -      | -     | -      | -     | -      | -      | -      | -     | -      | -      | -        | -     |       |
| 法尔胜   |        | -      | CNY  | 3.64  | 202     | -     | -        | -     | -      | -     | -      | -     | -      | -      | -      | -     | -      | -      | -        | -     |       |
| 汇源通信  |        | -      | CNY  | 4.27  | 121     | -     | -        | -     | -      | -     | -      | -     | -      | -      | -      | -     | -      | -      | -        | -     |       |
| 光纤缆平均 |        |        |      |       |         |       |          |       |        |       |        |       |        |        |        |       |        | 34.9x  | 28.7x    | 24.3x |       |

注：亿阳信通业绩将会有所下调，根据公司 08 年业绩快报每股收益将约为 0.23 元，因此 09-2010 年业绩将在与管理层进一步沟通后进行调整。

资料来源：彭博资讯、Wind、中金公司研究部

## 业绩成长较为确定

尽管宏观经济持续调整，通讯设备行业将得益于电信重组和3G发牌所带动的电信投资恢复增长，业绩将可能实现稳定增长。且由于去年1~3季度电信投资基数较低，前3季度本行业内大部分公司均有望交出漂亮的业绩答卷，对股价形成支撑。

### 08年年报预览

- ✓ 预计同比增长超过30%的包括中兴通讯、中创信测、中天科技、武汉凡谷和烽火通信，中兴通讯除受国内电信重组完成后带来投资反弹的影响外，其持续快速增长还得益于海外市场的扩张。中创信测受奥运保证工程实施、项目结算进度及竞争相对各缓毛利率逐步稳定的影响业绩增长达到100%。中天科技主要是07年抓住时机大规模扩产，08年充分利用产能使业绩快速提升。而其他厂商3G发货计入收入相对较少，其中凡谷和烽火分别得益于软件增值税退税、国产设备退税和基金分红这些非经常性损益。
- ✓ 预计同比增长未达到20%的包括中通服和亨通光电。
- ✓ 预计同比下降的有亿阳信通和动力源，其中亿阳信通已经公告预减35%。

图表2：通讯设备行业年报业绩预览

| 年报日期      | 公司   | 评级   | 业绩预告   | 08年业绩<br>分红送配预期       | 市场   | 中金   | 09年业绩预测<br>收入 | 净利    | 简评                                                      | 备注  |
|-----------|------|------|--------|-----------------------|------|------|---------------|-------|---------------------------------------------------------|-----|
| 2009-3-10 | 三维通信 | 尚未覆盖 | -      | 每10股分红1.5元            | 35%  | n.a. | 60%*          | 36%*  | 受益覆盖业务和紫光网络器件业务快速发展，未来两年保持较高增速                          | 已公布 |
| 2009-3-12 | ST大唐 | 中性   | -      | NA                    | 44%  | 44%  | 12%           | 36%   | 无线系统业务大规模收缩，微电子和软件有所下降，光纤缆和新业务支撑公司发展。                   | 已公布 |
| 2009-3-18 | 华胜天成 | 审慎推荐 | -      | 每10股分红1.6元，转增1股       | 13%  | 13%  | 39%           | 25%   | 电信IT投资随数据业务扩展有望迅速增加，邮政行业正常，金融行业平淡；硬件集成面临机遇              | 已公布 |
| 2009-3-20 | 中兴通讯 | 推荐   | -      | 按惯例20%左右分红比例          | 36%  | 32%  | 25%           | 35%   | 国内3G扩容竞争压力降低；海外面临发展机遇，获得国开行150亿贷款额度                     |     |
| 2009-3-21 | 中创信测 | 审慎推荐 | 100%   | 高送配可能性不大              | 70%  | 100% | 44%           | 35%   | 长期看受益于电信投资结构转变，短期看重组后电信投资恢复增长推动业绩增长                     |     |
| 2009-3-26 | 武汉凡谷 | 审慎推荐 | 43%    | 现金分红可能性高于再次高送配        | 33%  | 40%  | 32%           | 30%   | 基站射频器件需求释放较快，华为业务旺盛的同时，部分原自供厂商由于产能限制也向凡谷发单              |     |
| 2009-3-28 | 新海宜  | 尚未覆盖 | 24%    | 分红可能性低，存在较高送配可能       | 24%  | n.a. | 73%*          | 88%*  | 传统光器件和配线业务受益于电信投资快速增长而增长，外包业务主要面向华为同样快速发展，在培育新业务也有望贡献收入 |     |
| 2009-4-2  | 中通服  | 审慎推荐 | -      | 40%分红比例               | 13%  | 13%  | 18%           | 19%   | 重组后尽管电信投资恢复增长，但市场份额拓展面临一定压力；中通建整合略慢。                    |     |
| 2009-4-16 | 中天科技 | 审慎推荐 | 70-90% | 刚增发，分红送配可能性较低         | 73%  | 61%  | 29%           | 33%   | 电信和电力行业投资双受益，年内国际海缆业务面临发展机遇，短期看光纤供不应求，价格略升。             | ▲   |
| 2009-4-16 | 动力源  | 中性   | -      | 可能性较低                 | 209% | -81% | 29%           | 1678% | 尚未直接感受电信投资受益，或晚些传导至电源产品，其他业务正常经营，费用控制已相对较紧。             |     |
| 2009-4-23 | 烽火通信 | 中性   | 50+%   | 惯例10股分1.2元            | 52%  | 56%  | 25%           | 11%   | 09年尽管国内光通讯发展速度仍较快，但面临竞争压力，且由于08年广发基金分红公司基数较高，维持高增长难度较大。 |     |
| 2009-4-25 | 亿阳信通 | 审慎推荐 | -35%   | 净利增长未达承诺，流通股每股分红约0.4元 | 10%  | 31%  | 17%           | 35%   | 电信投资利好晚些传导至OSS业务，4万亿投资有利于高速机电业务，08年基数下降，使得09年总体看法偏乐观。   | ▼   |
| 2009-4-29 | 亨通光电 | 推荐   | -      | 可能性较低                 | 13%  | 11%  | 30%           | 20%   | 光纤短期供不应求，价格有望回暖；但公司产能扩张保守，光棒业务进展仍较慢。                    |     |

资料来源：中金公司研究部，备注中“▲”表示业绩存在上调可能；相反，“▼”表示业绩存在下调可能。“\*”采用万得市场平均预测。



### 1 至 3 季度业绩增长确定及 1 季度初览

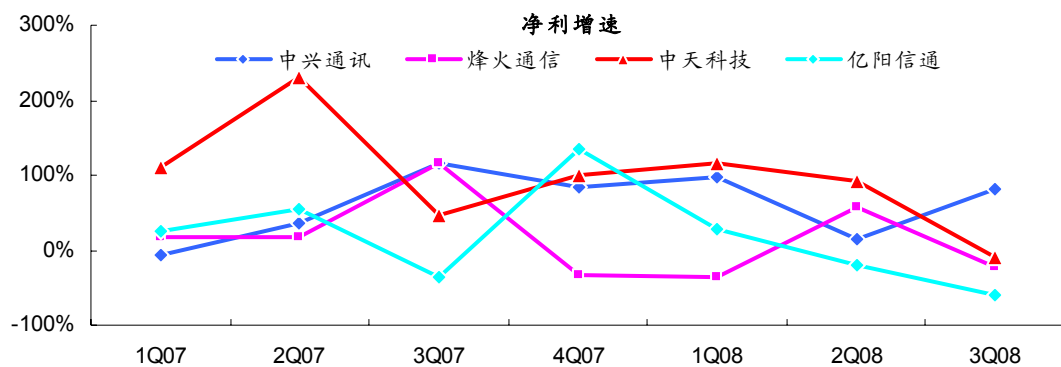
- ✓ **去年同期基数较低：**由于重组以及奥运封网，08 年电信投资推迟，尤其是 1~3 季度通讯设备行业上市公司收入和利润受到影响。
- ✓ **投资快速恢复，业绩持续释放：**重组和 3G 发牌后，运营商为了在新的竞争格局中占据有利位置，加快建设精品网络；同时，运营商也积极响应国家“拉动内需”号召，投资力度更大，使得之前受到抑制的电信投资得到持续快速释放。从今年各运营商的招标计划看：中国联通 WCDMA 网 1 期已基本完成招标，并可能在后面继续启动 G 网招标或对 WCDMA 进行追加投资；中移动 GSM 网络今年 1 期招标即将完成，TD3 期将在 4 月初发商务标，下半年 11 月还将启动为 2010 年的 G 网 2 期大规模招标；中国电信 CDMA 网 2 期已基本结束，并有望在下半年再次扩容。
- ✓ **各类子行业项目进度不尽相同。**其中，主设备厂商从 08 年 4 季度起开始确认收入；光纤厂商和辅助设备厂商稍慢。如：中创信测的仪表产品基本与主系统同时招标，且收入确认较快，但其监测系统在网络初建时需求规模不大，将随网络扩容逐步加大投资。而亿阳信通等软件设备厂商由于开发周期较长、上线验收较晚，受益可能较慢。
- ✓ **1 季度业绩初探：**1 季度传统看是行业淡季，但今年①部分公司“淡季不淡”，由于 3G 投资传导较快，1 季度有望同比增长 30%以上，甚至存在同比增长 50%以上预增的可能，包括中兴通讯、武汉凡谷、三维通信、新海宜和华胜天成，其中华胜天成主要由于去年同期基金投资损失较大，基数很低；②部分公司由于 3G 项目相关收入确认较慢，或者去年基数较高，09 年 1 季度同比增长预计在 30%以下，包括中天科技、烽火通信、亿阳信通、亨通光电；③动力源由于去年同期经营较差，今年有望减亏。

图表 3：通讯设备行业 1 季度业绩预览

| 公司   | 评级   | 业绩预期             | 1Q08增速 | 3G投资传导 | 简评                                                      |
|------|------|------------------|--------|--------|---------------------------------------------------------|
| ST大唐 | 中性   | n.a.             | -67%   | n.a.   | 公司电信业务大规模萎缩，处于转型中                                       |
| 华胜天成 | 审慎推荐 | 不排除预增可能          | -35%   | 稍慢     | 主要是08年同期基金投资损失较大，基数较低                                   |
| 中兴通讯 | 推荐   | 不排除预增可能          | 96%    | 较快     | 今年淡季不淡，去年4季度部分国内签单在1季度执行；海外业务维持快速增长，总体发货量有望实现50%左右同比增长。 |
| 中创信测 | 审慎推荐 | 1季度业绩压力较大，目前较难判断 | 96%    | 较快     | 08年4季度部分签单确认较快，且08年同期基数较高                               |
| 武汉凡谷 | 审慎推荐 | 有预增可能            | 43%    | 较快     | 国内业务需求旺盛，3G投资传导较快                                       |
| 中天科技 | 审慎推荐 | 10~20%           | 116%   | 正常     | 尽管全年业绩成长明确，但08年基数较高                                     |
| 动力源  | 中性   | 或同比减亏            | -156%  | 稍慢     | 尚未直接感受电信投资受益，或晚些传导至电源产品。其他业务正常经营，费用控制已相对较紧。             |
| 烽火通信 | 中性   | 20~30%增长         | 17%    | 正常     | 1季度正常经营，但2季度预计较低，主要是08年2季度收到广发基金4000万分红基数较高             |
| 亿阳信通 | 审慎推荐 | 正常增长，同比下降可能性较低   | 27%    | 稍慢     | 电信投资传导较慢，1季度业绩不会明显增长                                    |
| 亨通光电 | 推荐   | 20%左右稳定增长        | 25%    | 正常     | 光纤短期供不应求，价格有望回暖；但公司产能扩张略保守，光棒业务进展仍较慢。                   |
| 三维通信 | 尚未覆盖 | 30~40%，可能快于同期    | 29%    | 正常     | 已或较多签单，但能否确认在1季度尚有不稳定性                                  |
| 新海宜  | 尚未覆盖 | 预增250~300%       | 93%    | 较快     | 光器件配套需求大幅增加，软件业务增速明显                                    |

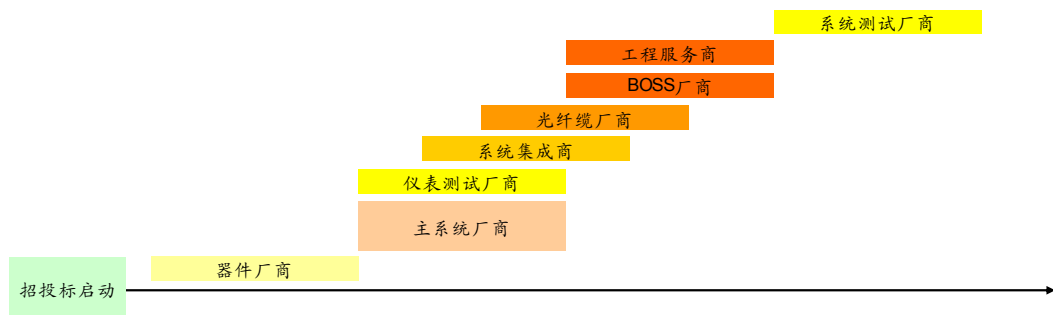
资料来源：中金公司研究部，

图表 4: 通讯设备厂商去年 1~3 季度业绩较低



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 5: 通讯设备厂商受益判断



资料来源：中金公司研究部

## 国内投资增长预期明确，竞争相对缓和

3G 发牌后，国内电信投资恢复性增长得到确认，预期明确，运营商公布的数字甚至超过我们原来的乐观假设。另外值得关注的是，对国内通信设备厂商来讲，竞争激烈程度相对缓和，毛利率有望回升，主要是：①国际厂商受宏观经济及发达国家市场压力影响而财务紧张，产品持续研发能力下降，在国内移动市场的强势地位明显下降；②运营商在 3G 网络后续扩容招标中，部分采取议标形式，恶性价战的压力降低；③采购形式上，部分设备如测试和覆盖设备，需要根据具体需求定制，未列入集采目录；④由于建网速度较快，部分产品由于产能限制出现暂时性供不应求，如基站射频器件、光纤等，产品价格稳中有升。

### 国内电信投资增长预期明确

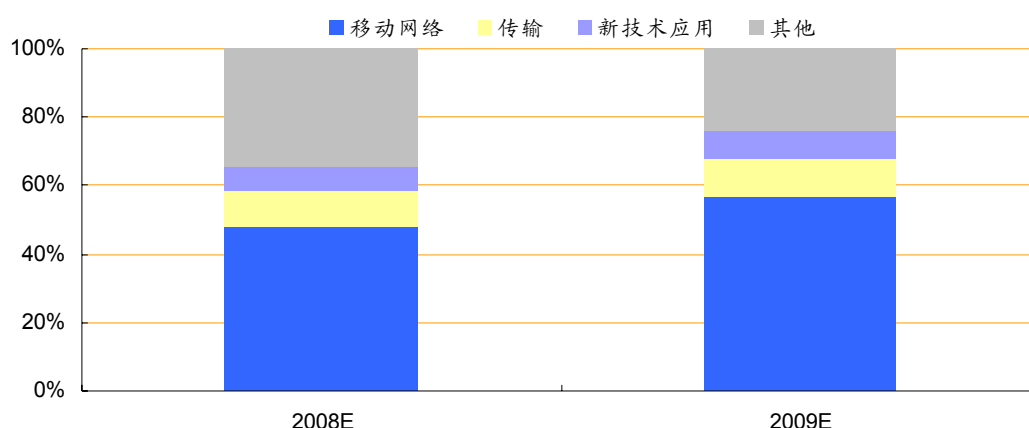
3G 发牌后，国内电信投资恢复性增长十分明确，根据目前运营商计划已超出我们原来预期。我们调整后 09 年国内电信投资的基础情景和乐观情景分别为同比增长 4.3% 达到 3100 亿元和同比增长 18.7% 达到 3530 亿元。另外，从投资结构看，移动网络、传输网络、应用等比重提高较大（见图表 7）。

图表 6：09 年电信投资预测

| (人民币, 亿)        | 2006         | 2007         | 2008E        | 2009E<br>(基础情景) | 2009E<br>(乐观情景) |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-----------------|
| <b>总电信投资</b>    | <b>2,107</b> | <b>2,130</b> | <b>2,973</b> | <b>3,100</b>    | <b>3,530</b>    |
| 中国移动            | 870          | 1,000        | 1,600        | 1,600           | 1,800           |
| 新联通(联通+网通)      | 687          | 635          | 650          | 700             | 830             |
| 中国电信            | 550          | 495          | 723          | 800             | 900             |
| <b>总电信投资增长率</b> |              | <b>1.1%</b>  | <b>39.6%</b> | <b>4.3%</b>     | <b>18.7%</b>    |
| 中国移动            |              | 14.9%        | 60.0%        | 0.0%            | 12.5%           |
| 新联通(联通+网通)      |              | -7.6%        | 2.4%         | 7.7%            | 27.7%           |
| 中国电信            |              | -10.0%       | 46.1%        | 10.7%           | 24.5%           |

资料来源：工信部、中金公司研究部

图表 7：09 年各运营商电信投资结构变化



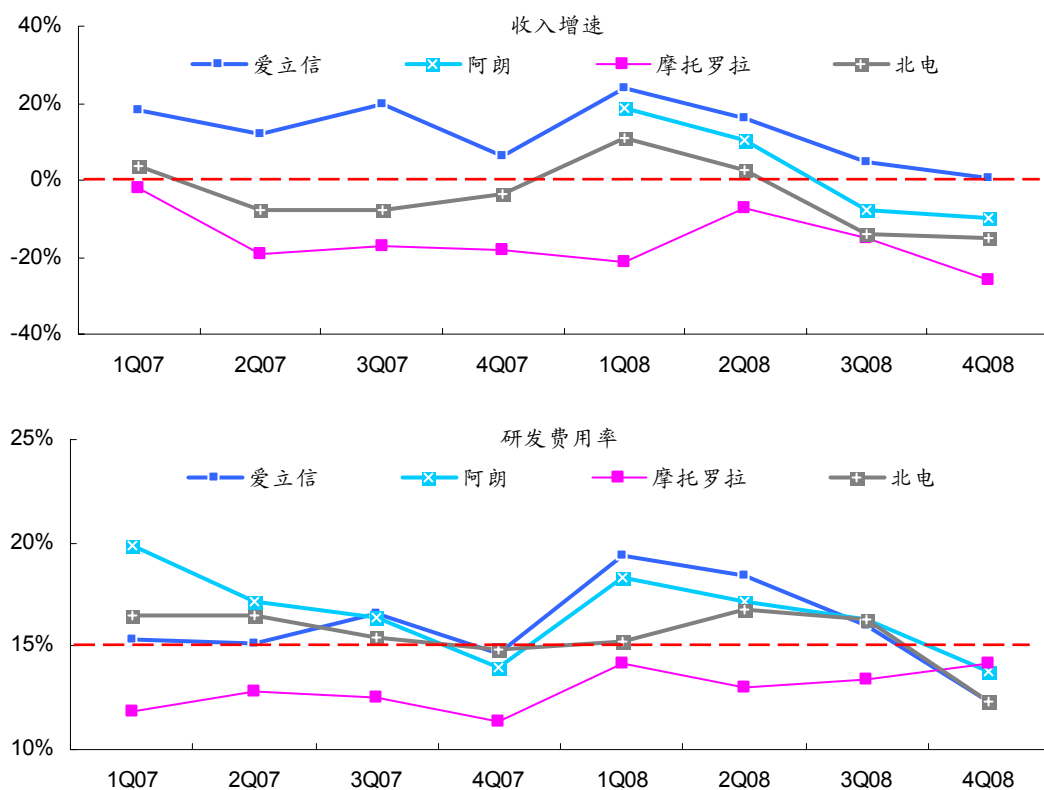
资料来源：工信部、中金公司研究部

### 国内竞争相对缓和

在投资增长明确的情况下，国内竞争较往年缓和的趋势也十分明确，远不如部分投资者想象的那么激烈，主要原因在于：

- ✓ **国际厂商强势地位降低：**国际厂商本来受困于成本压力，部分厂商重组整合尚未完成；又遇到全球金融危机，对其主要市场发达国家地区影响较大，使海外厂商盈利下降，财务紧张，研发投入降低，在国内市场竞争中，其原有的技术溢价下降，强势地位减弱。

图表 8：海外厂商财务紧张，研发投入降低



资料来源：Facet、中金公司研究部

- ✓ **部分移动扩容项目可能议标：**原来市场担心的 3G 及 2G 扩容项目，部分有望采用议标形式，避免激烈的价格竞争和毛利率下行风险，尤其是中国电信的 CDMA2000 项目扩容。如果采用议标形式，各厂商有望保持原有的市场份额，毛利率保持相对稳定。
- ✓ **部分产品未列入集采目录：**并非所有通讯设备产品都要通过运营商集团层面集采，尤其是标准化程度较低，各省运营商需要根据具体需求定制的产品。待未来全网形成较为统一的需求后，集团才会要求集采。因此 3G 建设初期，部分未标准化的产品可以享受较高的毛利率，如 3G 测试仪表、测试系统、网络优化以及 3G 网络覆盖子系统等产品。
- ✓ **个别产品暂时供不应求：**重组后 3 家运营商全业务竞争，为占得先机，都加速建设“精品网络”，产品需求释放较快，使得部分产品出现暂时性的供不应求，主要是基站射频器件和基站配套用光纤缆等。其中，有些厂商自供基站射频器件由于产能限制，不得不向专业厂商如武汉凡谷发单；而光纤缆由于供不应求，在年初的集采报价中，各厂商普遍由去年的 75 元/芯公里提价至 85 元/芯公里左右，提价超过 10%。

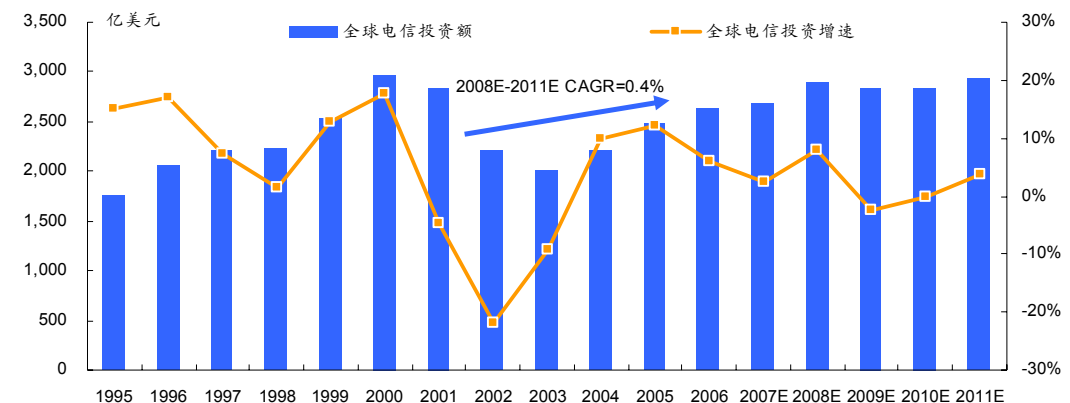


## 海外市场存在机遇，主系统与配套厂商均受益

目前的全球宏观经济情况为中国主设备厂商和配套辅助厂商均带来海外市场发展机遇，其中①主系统设备厂商有望持续扩大海外市场占有率，进而突破发达国家市场；②配套辅助设备厂商走向海外条件逐渐成熟，一方面有望受益中国主设备厂商海外拓展，“借船出海”；另一方面得益于海外主设备厂商加大对中国厂商采购力度。

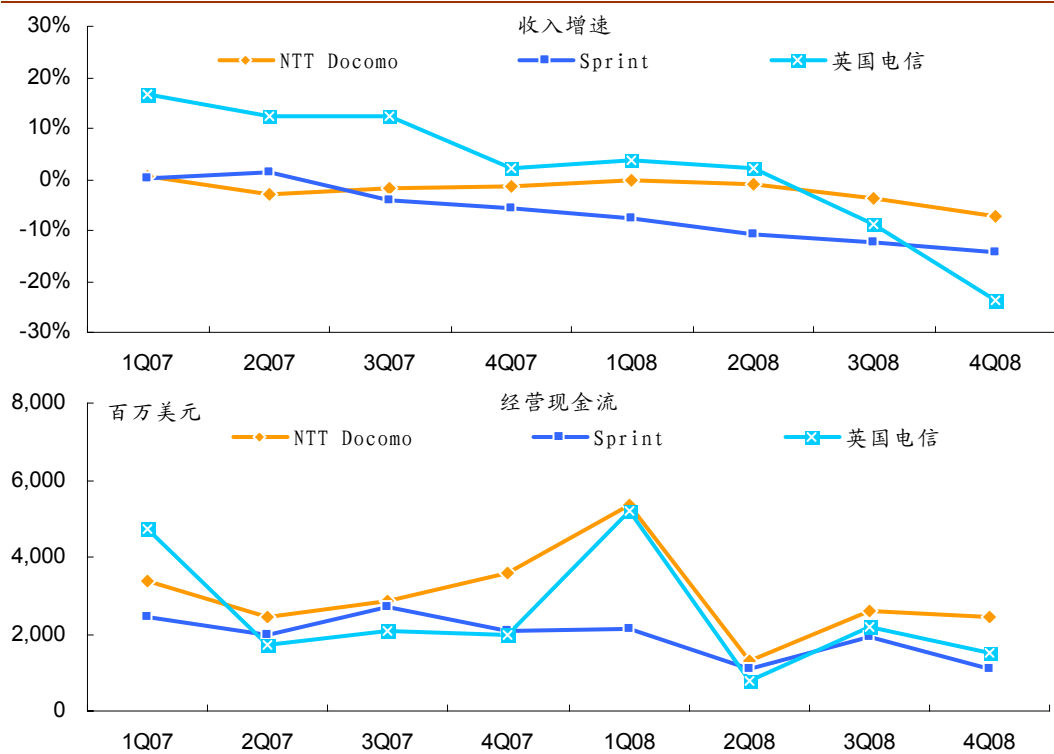
- ✓ 尽管 IDC 预测全球电信投资 09 年下降 10% 左右，但主要是发达国家市场的影响；而发展中国家的电信投资仍有望保持小幅增长。
- ✓ 中国主系统设备厂商在这种市场环境下面临重大机遇，主要是国际厂商及海外运营商均面对较大财务压力。首先，如前所述国际厂商在研发投入力度放缓，产品竞争力下降。北电及摩托罗拉的衰落为中国厂商提供重新划分市场份额的机会。且海外运营商在组网时更加重视成本控制，中国厂商的低成本优势及相对较强的融资能力将更具吸引力。
- ✓ 对配套辅助厂商来讲，海外拓展的条件逐渐成熟：①跟随中国厂商“借船出海”；②国际厂商面临成本压力，加大对中国厂商采购的趋势也很明确。

图表 9：IDC 预测 09 年全球电信投资下降



资料来源：工信部、中金公司研究部

图表 10: 主要运营商受宏观经济影响，财务趋紧

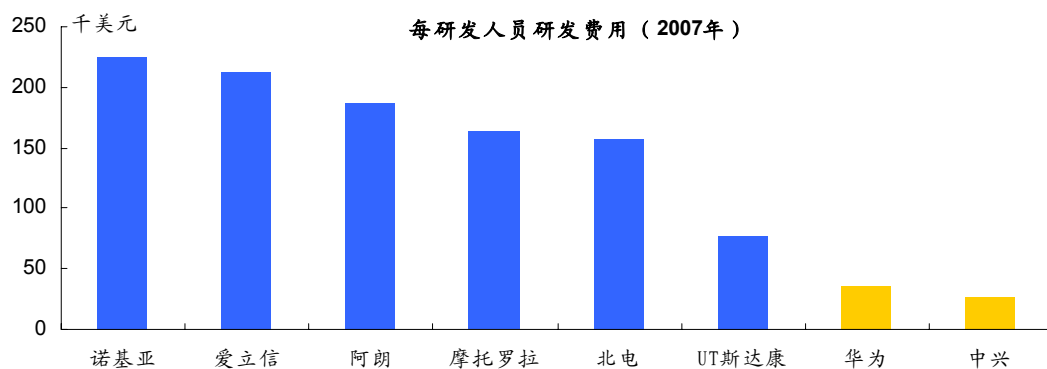


资料来源：工信部、中金公司研究部

## 主系统设备厂商迎来重大发展机遇

- ✓ **机遇 1: 成本优势明显。**中国厂商产品和服务成本较低，技术并未明显落后，因此性价比要高于国际厂商，这在宏观经济不好的情况下显得尤为重要。同时，海外运营商经过较长时间考查，也逐步认可中国厂商的产品和能力。

图表 11: 设备厂商研发费用率对比



资料来源：公司数据、中金公司研究部

- ✓ **机遇 2: 政策支持，融资能力强。**由于财务紧张，海外运营商在网络建设时大多要求厂商帮忙联络融资渠道。但国际厂商所依靠的海外银行在本次金融危机中千疮百孔，提供信贷格外谨慎；而中国厂商得到国内政策支持，能够提供优质买方信贷，具有较强吸引力。

■ 以中兴为例，国开行 09 年给予 150 亿美元出口信贷，而中兴 09 年海外销售目标一共

才 500 亿人民币，已经完全能够满足需求。另外，还有进出口银行以及其他商业银行和政策银行给予中兴出口信贷额度。

### 辅助配套厂商海外拓展机会逐渐成熟

- ✓ **“借船出海”存在机遇**，辅助设备厂商有望借助华为和中兴在海外的总包业务，参与配套和分包，避免自己拓展海外市场，业务增长的同时费用得到节省。
- ✓ **海外厂商加大中国采购力度**。由于成本压力逐渐加大，海外主系统设备厂商转而向成本较低，产业配套比较成熟的中国辅助设备厂商采购的趋势比较明确。目前大部分在接受考核和认证，经过小批量发货，得到海外厂商的认可后，有望获得更大量的定案。

图表 12：辅助配套厂商主要产品及客户

| 公司   | 产品     | 国内客户 | 国际客户     |
|------|--------|------|----------|
| 中创信测 | 测试仪表   | 华为   | 诺基亚      |
| 亿阳信通 | BOSS   | 华为   | -        |
| 武汉凡谷 | 基站射频器件 | 华为   | 诺基亚、爱立信等 |
| 三维通信 | 微波无源产品 | 国人通信 | 阿朗       |
| 新海宜  | 软件外包   | 华为   | 诺基亚      |

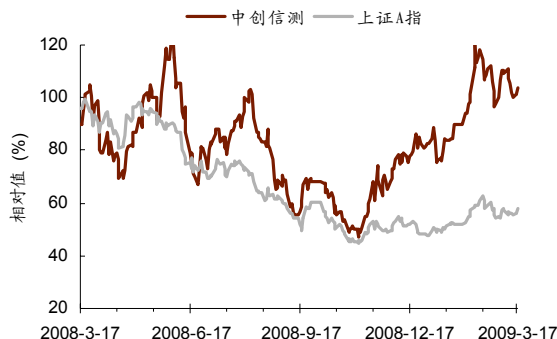
资料来源：公司数据、中金公司研究部

## 中创信测（6000485.CH）：审慎推荐

## 较强可持续增长能力

## 中创信测主要财务、股票信息

| (百万元)      | 2006A  | 2007A  | 2008E  | 2009E | 2010E  | A股                               |
|------------|--------|--------|--------|-------|--------|----------------------------------|
| 主营业务收入     | 181.6  | 194.5  | 277.1  | 398.3 | 620.3  | 股票代码 600485.CH                   |
| (+/-%)     | 56.0%  | 7.1%   | 42.5%  | 43.7% | 55.7%  | 当前股价 人民币14.79                    |
| 主营业务利润     | 97.3   | 110.6  | 148.8  | 195.9 | 289.7  | 日成交量(百万股) 4.09                   |
| (+/-%)     | 117.7% | 13.6%  | 34.5%  | 31.6% | 47.9%  | 52周最高价/最低价 人民币19.00/6.68         |
| 营业利润       | 5.2    | 15.9   | 42.4   | 64.7  | 132.0  | 总市值(百万元) 2,021                   |
| (+/-%)     | n.a.   | 203.0% | 167.6% | 52.4% | 104.2% | 发行股数(百万股) 137                    |
| 净利润        | 15.0   | 26.9   | 53.9   | 72.7  | 130.0  | 其中：流通股(百万股) 94                   |
| (+/-%)     | n.a.   | 79.2%  | 100.0% | 35.1% | 78.7%  | 主要股东(持股比例) 北京英诺维电子技术有限公司(27.10%) |
| 每股收益(元)    | 0.110  | 0.197  | 0.394  | 0.532 | 0.952  |                                  |
| (+/-%)     | n.a.   | 79.2%  | 100.0% | 35.1% | 78.7%  |                                  |
| 市盈率(倍)     | 134.4  | 75.0   | 37.5   | 27.8  | 15.5   |                                  |
| 市净率(倍)     | 7.4    | 6.8    | 5.7    | 4.7   | 3.6    |                                  |
| 净资产收益率(%)  | 5.5%   | 9.0%   | 15.3%  | 17.1% | 23.4%  |                                  |
| 投入资本回报率(%) | 5.5%   | 9.0%   | 15.3%  | 17.1% | 23.4%  |                                  |



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

## 投资要点：

公司主打产品监测系统及新的网络优化业务 2009 年到 2010 年的业绩增长有一定可持续性。首先，监测系统可贯穿网络建设初期到后期扩容的全过程，随网络复杂程度提供及业务经营推广，监测系统的需求逐渐扩大。其次，相对主系统设备，监测产品的市场份额更为集中，竞争相对和缓，毛利率稳定性较强。

根据公司 2008 年业绩快报，我们相应上调 08 年业绩至每股收益 0.394 元，同比增长 100%，主要是上调了毛利率。由于公司在监测产品市场竞争力日益提高，市场份额稳定在第一位，且高毛利仪表产品占比提升，相应稳定了整个毛利率水平。

考虑到公司主要的监测系统在网络建设初期主要是应用在核心城市，而大规模广泛应用一般较主系统设备招标会晚一年左右，因此我们目前暂时维持 2009 年每股收益 0.532 元的盈利预测。但由于 2010 年监测系统应用将有望全面启动，我们相应上调 2010 年的盈利预期 19.5%至每股收益 0.952 元。主要是将 2010 年收入上调 13%至 6.2 亿元。

## 估值及投资建议：

我们仍认为未来 2 年所在子行业需求快速增长的前景明确，公司业务发展潜力较大，其未来业绩有超出预期的可能。但由于该股目前估值已相对到位，因此我们仍维持“审慎推荐”的投资评级。

## 风险：

关注收入确认进度带来的业绩季度性波动风险。由于 08 年底业绩确认非常充分，能转到 09 年的收入较少，而 09 年第 1 季度目前虽接单较顺利，但根据工程进度目前仍很难断定 3 月底前是否能确认部分收入，因此第 1 季度业绩是否能实现较好的同比增长有相当的不确定性。

中创信测盈利预测调整

| (百万人民币)        | 2008E        |              |              | 2009E        |              |               | 2010E        |              |               |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|
|                | 原预测          | 现预测          | 变化%          | 原预测          | 现预测          | 变化%           | 原预测          | 现预测          | 变化%           |
| <b>主营业务收入</b>  | <b>277.1</b> | <b>277.1</b> | <b>0.0%</b>  | <b>403.9</b> | <b>398.3</b> | <b>-1.4%</b>  | <b>549.0</b> | <b>620.3</b> | <b>13.0%</b>  |
| 通信网测试仪器仪表类     | 60.0         | 51.9         | -13.5%       | 70.5         | 66.7         | -5.4%         | 100.4        | 92.7         | -7.6%         |
| 通信网测试网管系统类     | 211.6        | 217.9        | 3.0%         | 325.4        | 319.7        | -1.7%         | 437.6        | 508.9        | 16.3%         |
| 其他             | 5.5          | 7.3          | 32.5%        | 8.1          | 11.9         | 47.9%         | 11.0         | 18.6         | 69.5%         |
| 占收比%           |              |              |              |              |              |               |              |              |               |
| 通信网测试仪器仪表类     | 21.6%        | 18.7%        | -2.9%        | 17.4%        | 16.7%        | -0.7%         | 18.3%        | 15.0%        | -3.3%         |
| 通信网测试网管系统类     | 76.4%        | 78.6%        | 2.3%         | 80.6%        | 80.3%        | -0.3%         | 79.7%        | 82.0%        | 2.3%          |
| 其他             | 2.0%         | 2.7%         | 0.7%         | 2.0%         | 3.0%         | 1.0%          | 2.0%         | 3.0%         | 1.0%          |
| <b>主营业务成本</b>  | <b>126.5</b> | <b>125.2</b> | <b>-1.0%</b> | <b>193.6</b> | <b>197.9</b> | <b>2.3%</b>   | <b>268.5</b> | <b>323.5</b> | <b>20.5%</b>  |
| 毛利率%           | <b>54.4%</b> | <b>54.8%</b> | <b>0.5%</b>  | <b>52.1%</b> | <b>50.3%</b> | <b>-1.8%</b>  | <b>51.1%</b> | <b>47.8%</b> | <b>-3.3%</b>  |
| 通信网测试仪器仪表类     | 77.0%        | 78.0%        | 1.0%         | 76.0%        | 74.0%        | -2.0%         | 74.0%        | 73.0%        | -1.0%         |
| 通信网测试网管系统类     | 47.0%        | 48.8%        | 1.8%         | 46.0%        | 45.0%        | -1.0%         | 45.0%        | 43.0%        | -2.0%         |
| 其他             | 90.0%        | 70.0%        | -20.0%       | 88.0%        | 60.0%        | -28.0%        | 85.0%        | 55.0%        | -30.0%        |
| 主营业务税金及附加      | 3.1          | 3.1          | 0.0%         | 4.6          | 4.5          | -1.4%         | 6.2          | 7.0          | 13.0%         |
| 主营业务利润         | 147.5        | 148.8        | 0.9%         | 205.8        | 195.9        | -4.8%         | 274.3        | 289.7        | 5.6%          |
| <b>费用</b>      | <b>117.0</b> | <b>106.4</b> | <b>-9.1%</b> | <b>147.0</b> | <b>131.2</b> | <b>-10.8%</b> | <b>182.5</b> | <b>157.7</b> | <b>-13.6%</b> |
| 费用率%           | <b>42%</b>   | <b>38%</b>   | <b>-3.8%</b> | <b>36%</b>   | <b>33%</b>   | <b>-3.5%</b>  | <b>33%</b>   | <b>25%</b>   | <b>-7.8%</b>  |
| 营业费用           | 40.5         | 36.3         | -10.4%       | 53.5         | 45.0         | -16.0%        | 67.7         | 51.9         | -23.3%        |
| 营业费用率%         | 14.6%        | 13.1%        | -1.5%        | 13.2%        | 11.3%        | -2.0%         | 12.3%        | 8.4%         | -4.0%         |
| 管理费用           | 75.8         | 70.0         | -7.7%        | 92.6         | 85.8         | -7.3%         | 113.4        | 105.1        | -7.3%         |
| 管理费用率%         | 27.3%        | 25.3%        | -2.1%        | 22.9%        | 21.5%        | -1.4%         | 20.7%        | 17.0%        | -3.7%         |
| 财务费用           | 0.7          | 0.1          | -91.8%       | 1.0          | 0.4          | -59.5%        | 1.3          | 0.6          | -53.5%        |
| 财务费用率%         | 0.2%         | 0.0%         | -0.2%        | 0.2%         | 0.1%         | -0.1%         | 0.2%         | 0.1%         | -0.1%         |
| <b>营业利润</b>    | <b>30.5</b>  | <b>42.4</b>  | <b>39.2%</b> | <b>58.7</b>  | <b>64.7</b>  | <b>10.1%</b>  | <b>91.9</b>  | <b>132.0</b> | <b>43.7%</b>  |
| 营业利润率%         | 11.0%        | 15.3%        | 4.3%         | 14.5%        | 16.2%        | 1.7%          | 16.7%        | 21.3%        | 4.6%          |
| 营业外收支净额        | 19.1         | 20.9         | 9.6%         | 26.7         | 20.9         | -21.7%        | 36.1         | 20.9         | -42.0%        |
| <b>利润总额</b>    | <b>49.6</b>  | <b>63.4</b>  | <b>27.8%</b> | <b>85.4</b>  | <b>85.6</b>  | <b>0.2%</b>   | <b>128.0</b> | <b>153.0</b> | <b>19.5%</b>  |
| 所得税            | 7.4          | 9.5          | 27.8%        | 12.8         | 12.8         | 0.2%          | 19.2         | 22.9         | 19.5%         |
| 有效税率%          | 15.0%        | 15.0%        | 0.0%         | 15.0%        | 15.0%        | 0.0%          | 15.0%        | 15.0%        | 0.0%          |
| <b>净利润</b>     | <b>42.1</b>  | <b>53.9</b>  | <b>27.8%</b> | <b>72.7</b>  | <b>72.7</b>  | <b>0.0%</b>   | <b>108.8</b> | <b>130.0</b> | <b>19.5%</b>  |
| 净利率%           | 15.2%        | 19.4%        | 4.2%         | 18.0%        | 18.3%        | 0.3%          | 19.8%        | 21.0%        | 1.2%          |
| <b>每股收益(元)</b> | <b>0.308</b> | <b>0.394</b> | <b>27.8%</b> | <b>0.532</b> | <b>0.532</b> | <b>0.0%</b>   | <b>0.796</b> | <b>0.952</b> | <b>19.5%</b>  |

资料来源：公司数据、中金公司研究部



## 中创信测盈利预测

| (百万人民币)        | 2005A          | 2006A        | 2007A        | 2008E        | 2009E        | 2010E        | 07vs06 | 08vs07 | 09vs08 | 10vs09 |
|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>主营业务收入</b>  | <b>116.4</b>   | <b>186.9</b> | <b>194.5</b> | <b>277.1</b> | <b>398.3</b> | <b>620.3</b> | 4.0%   | 42.5%  | 43.7%  | 55.7%  |
| 通信网测试仪器仪表类     | 28.4           | 30.8         | 36.3         | 51.9         | 66.7         | 92.7         | 17.9%  | 42.9%  | 28.5%  | 39.1%  |
| 通信网测试网管系统类     | 88.0           | 150.8        | 149.9        | 217.9        | 319.7        | 508.9        | -0.6%  | 45.3%  | 46.7%  | 59.2%  |
| 其他             | -              | 5.3          | 8.2          | 7.3          | 11.9         | 18.6         | 54.5%  | -10.9% | 62.7%  | 55.7%  |
| 占收比%           |                |              |              |              |              |              |        |        |        |        |
| 通信网测试仪器仪表类     | 24.4%          | 16.5%        | 18.7%        | 18.7%        | 16.7%        | 15.0%        | 2.2%   | 0.1%   | -2.0%  | -1.8%  |
| 通信网测试网管系统类     | 75.6%          | 80.7%        | 77.1%        | 78.6%        | 80.3%        | 82.0%        | -3.6%  | 1.5%   | 1.6%   | 1.8%   |
| 其他             | 0.0%           | 2.9%         | 4.2%         | 2.7%         | 3.0%         | 3.0%         | 1.4%   | -1.6%  | 0.4%   | 0.0%   |
| <b>主营业务成本</b>  | <b>70.0</b>    | <b>83.6</b>  | <b>81.8</b>  | <b>125.2</b> | <b>197.9</b> | <b>323.5</b> | -2.1%  | 53.0%  | 58.1%  | 63.4%  |
| 毛利率%           | 39.9%          | 55.3%        | 57.9%        | 54.8%        | 50.3%        | 47.8%        | 2.6%   | -3.1%  | -4.5%  | -2.5%  |
| 通信网测试仪器仪表类     | 73.8%          | 73.3%        | 81.1%        | 78.0%        | 74.0%        | 73.0%        | 7.8%   | -3.1%  | -4.0%  | -1.0%  |
| 通信网测试网管系统类     | 28.9%          | 50.9%        | 50.3%        | 48.8%        | 45.0%        | 43.0%        | -0.6%  | -1.5%  | -3.8%  | -2.0%  |
| 其他             | -              | 74.7%        | 94.6%        | 70.0%        | 60.0%        | 55.0%        | 19.9%  | -24.6% | -10.0% | -5.0%  |
| 主营业务税金及附加      | 1.7            | 2.1          | 2.1          | 3.1          | 4.5          | 7.0          | 0.6%   | 51.6%  | 43.7%  | 55.7%  |
| 主营业务利润         | 44.7           | 101.3        | 110.6        | 148.8        | 195.9        | 289.7        | 9.2%   | 34.5%  | 31.6%  | 47.9%  |
| <b>费用</b>      | <b>89.0</b>    | <b>96.1</b>  | <b>95.3</b>  | <b>106.4</b> | <b>131.2</b> | <b>157.7</b> | -0.9%  | 11.6%  | 23.3%  | 20.2%  |
| 费用率%           | 76%            | 51%          | 49%          | 38%          | 33%          | 25%          | -2.4%  | -10.6% | -5.4%  | -7.5%  |
| 营业费用           | 33.2           | 35.0         | 32.7         | 36.3         | 45.0         | 51.9         | -6.6%  | 11.2%  | 23.8%  | 15.5%  |
| 营业费用率%         | 28.5%          | 18.7%        | 16.8%        | 13.1%        | 11.3%        | 8.4%         | -1.9%  | -3.7%  | -1.8%  | -2.9%  |
| 管理费用           | 57.3           | 58.2         | 51.4         | 70.0         | 85.8         | 105.1        | -11.6% | 36.1%  | 22.7%  | 22.5%  |
| 管理费用率%         | 49.2%          | 31.1%        | 26.4%        | 25.3%        | 21.5%        | 17.0%        | -4.7%  | -1.2%  | -3.7%  | -4.6%  |
| 财务费用           | (1.6)          | (0.9)        | 0.5          | 0.1          | 0.4          | 0.6          | n.a.   | -88.3% | 618.7% | 55.7%  |
| 财务费用率%         | -1.3%          | -0.5%        | 0.2%         | 0.0%         | 0.1%         | 0.1%         | 0.7%   | -0.2%  | 0.1%   | 0.0%   |
| <b>营业利润</b>    | <b>(42.3)</b>  | <b>3.3</b>   | <b>15.9</b>  | <b>42.4</b>  | <b>64.7</b>  | <b>132.0</b> | 376.7% | 167.6% | 52.4%  | 104.2% |
| 营业利润率%         | -36%           | 1.8%         | 8.2%         | 15.3%        | 16.2%        | 21.3%        | 6.4%   | 7.2%   | 0.9%   | 5.1%   |
| 营业外收支净额        | 1.2            | 11.7         | 13.9         | 20.9         | 20.9         | 20.9         | 18.4%  | 50.9%  | 0.0%   | 0.0%   |
| <b>利润总额</b>    | <b>(39.9)</b>  | <b>15.0</b>  | <b>29.7</b>  | <b>63.4</b>  | <b>85.6</b>  | <b>153.0</b> | 97.7%  | 113.2% | 35.1%  | 78.7%  |
| 所得税            | (1.0)          | 0.1          | 2.8          | 9.5          | 12.8         | 22.9         | n.m.   | 240.5% | 35.1%  | 78.7%  |
| 有效税率%          | 2.5%           | 0.5%         | 9.4%         | 15.0%        | 15.0%        | 15.0%        | 8.9%   | 5.6%   | 0.0%   | 0.0%   |
| <b>净利润</b>     | <b>(39.0)</b>  | <b>15.0</b>  | <b>26.9</b>  | <b>53.9</b>  | <b>72.7</b>  | <b>130.0</b> | 80.0%  | 100.0% | 35.1%  | 78.7%  |
| 净利率%           | -33.5%         | 8.0%         | 13.8%        | 19.4%        | 18.3%        | 21.0%        | 5.8%   | 5.6%   | -1.2%  | 2.7%   |
| <b>每股收益(元)</b> | <b>(0.285)</b> | <b>0.110</b> | <b>0.197</b> | <b>0.394</b> | <b>0.532</b> | <b>0.952</b> | 80.0%  | 100.0% | 35.1%  | 78.7%  |

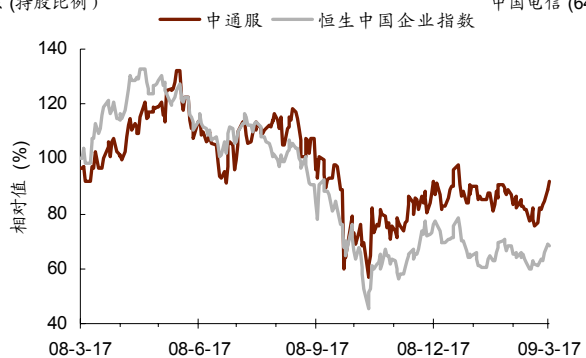
资料来源：公司数据、中金公司研究部

## 中国通信服务 (552.HK): 审慎推荐

### 年报预览及公司近况

#### 中通服主要财务、股票信息

| (百万元)       | 2006A    | 2007A    | 2008E    | 2009E    | 2010E    | H股                        |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|---------------------------|
| 主营业务收入      | 19,312.7 | 23,538.4 | 31,618.7 | 37,252.8 | 41,648.3 | 股票代码 552.HK               |
| (+/-%)      |          | 21.9%    | 34.3%    | 17.8%    | 11.8%    | 当前股价 HK\$ 4.96            |
| 主营业务利润      | 3,566.9  | 4,064.7  | 5,245.0  | 6,222.5  | 6,963.7  | 目标股价 HK\$ 5.26            |
| (+/-%)      |          | 14.0%    | 29.0%    | 18.6%    | 11.9%    | 日成交量 (百万股) 12.5           |
| 营业利润        | 1,258.4  | 1,599.0  | 1,884.0  | 2,230.1  | 2,586.3  | 52周最高价/最低价 HK\$ 7.25/2.90 |
| (+/-%)      |          | 27.1%    | 17.8%    | 18.4%    | 16.0%    | 总市值 (百万元) 28,628          |
| 经营性净利润      | 948.3    | 1,167.2  | 1,321.3  | 1,577.3  | 1,842.6  | 发行股数 (百万股) 5,772          |
| 净利润         | 816.8    | 1,167.2  | 1,321.3  | 1,577.3  | 1,842.6  | 主要股东 (持股比例) 中国电信 (64.05%) |
| (+/-%)      |          | 42.9%    | 13.2%    | 19.4%    | 16.8%    |                           |
| 每股收益 (元)    | 0.142    | 0.202    | 0.229    | 0.273    | 0.319    |                           |
| (+/-%)      | -        | 42.9%    | 13.2%    | 19.4%    | 16.8%    |                           |
| 每股收益 (港币)   | 0.142    | 0.215    | 0.266    | 0.311    | 0.351    |                           |
| 市盈率 (倍)     | 35.1     | 23.1     | 18.6     | 16.0     | 14.1     |                           |
| 市净率 (倍)     | 2.3      | 2.8      | 2.4      | 2.2      | 2.1      |                           |
| 净资产收益率 (%)  | 6.7%     | 12.2%    | 12.8%    | 14.0%    | 14.9%    |                           |
| 投入资本回报率 (%) | 7.6%     | 9.6%     | 10.2%    | 11.3%    | 12.2%    |                           |
| 股息收益率 (%)   | -        | 1.5%     | 2.1%     | 2.5%     | 2.8%     |                           |



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

### 08 年年报预览：

公司将于 4 月 2 日公布 2008 年年报，我们预计收入有望同比增长 34.3% 达到 316 亿人民币，超出市场预期；净利润可能同比增长 13.2% 达到 13.2 亿人民币左右，每股收益人民币 0.229 元，略低于市场预期。我们认为于市场的主要差异在于分销业务收入增速可能更快。

#### 关注重点：

分销业务增速是否更快，可能会挤压整体毛利率；费用率控制可能未达市场预期。

#### 存在担心的方面：

- 受到重组影响的不仅是运营商：**中通服工程施工板块“TIS”面临市场份额提升和利润率压力。电信重组后，3 家全网运营商竞争更为激烈，从集团公司层面看更是如此。
  - ✓ 公司在中国电信市场份额已经较高，如设计和施工业务市场份额分别达到 90% 和 50% 以上，提升空间有限；
  - ✓ 作为中国电信集团子公司之一，从中国移动和新联通总部获得较大规模签单越来越难；而如果从各省公司分别签单，会影响到利润率。
  - ✓ 由于中国电信上市公司（728.HK）和集团公司在 CDMA 网络初期建设和运营阶段，成本和经营压力较大，我们判断可能会对中通服产生一定压力，利润率受到影响。
- 分销业务增速可能更快，**超出市场预期，主要是公司负责部分 CDMA 终端分销业务。但这部分业务毛利率较低，短期难以提升，对公司整体利润率的产生影响。

#### 下调盈利预测：

根据我们的判断，对中通服 2008 年至 2010 年每股收益预测分别下调 4.0%、9.0% 和 10.7%：①08 年收入上调 3.5%，主要是分销业务可能超出我们预期；而 2009 年和 2010 年分别下调 0.5% 和 2%，考虑对中国移动和新联通市场份额提升

的担心；②毛利率分别下调 0.2、0.2 和 0.5 个百分点，出于对前述利润率压力的考虑；③费用率分别上调 0.2、0.3 和 0.1 个百分点。

### 下调目标价至 5.26 元，维持“审慎推荐”投资评级：

按照调整后的预测，中通服 2009 年和 2010 年的市盈率分别为 16.0 倍和 14.1 倍，估值接近合理。如果按照 2010 年 15 倍的目标市盈率，我们的 12 月目标价下调至 5.26 元，相对目前股价有 6.1% 的上升空间。空间不大，但考虑公司历来稳健的经营以及较为可观的分红，我们维持“审慎推荐”的投资评级。

#### 中通服收入预测调整

| (百万人民币)                   | 2008E         |               |             | 2009E         |               |              | 2010E         |               |              |
|---------------------------|---------------|---------------|-------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|
|                           | 原预测           | 现预测           | 变化%         | 原预测           | 现预测           | 变化%          | 原预测           | 现预测           | 变化%          |
| <b>收入</b>                 | <b>30,557</b> | <b>31,619</b> | <b>3.5%</b> | <b>37,438</b> | <b>37,253</b> | <b>-0.5%</b> | <b>42,496</b> | <b>41,648</b> | <b>-2.0%</b> |
| <b>电信基建(TIS)</b>          | 13,830        | 13,830        | 0.0%        | 17,974        | 16,805        | -6.5%        | 20,544        | 18,597        | -9.5%        |
| 设计                        | 3,348         | 3,348         | 0.0%        | 4,295         | 4,063         | -5.4%        | 5,022         | 4,475         | -10.9%       |
| 工程施工                      | 9,799         | 9,799         | 0.0%        | 12,832        | 11,912        | -7.2%        | 14,516        | 13,226        | -8.9%        |
| 监理                        | 682           | 682           | 0.0%        | 847           | 830           | -2.0%        | 1,005         | 895           | -10.9%       |
| <b>As % of TIS</b>        |               |               |             |               |               |              |               |               |              |
| 设计                        | 24.2%         | 24.2%         | 0.0%        | 23.9%         | 24.2%         | 0.3%         | 24.4%         | 24.1%         | -0.4%        |
| 工程施工                      | 70.9%         | 70.9%         | 0.0%        | 71.4%         | 70.9%         | -0.5%        | 70.7%         | 71.1%         | 0.5%         |
| 监理                        | 4.9%          | 4.9%          | 0.0%        | 4.7%          | 4.9%          | 0.2%         | 4.9%          | 4.8%          | -0.1%        |
| <b>业务流程外包(BPO)</b>        | 12,739        | 13,628        | 7.0%        | 14,420        | 15,190        | 5.3%         | 15,885        | 16,840        | 6.0%         |
| 分销业务                      | 8,767         | 9,656         | 10.1%       | 9,628         | 10,585        | 9.9%         | 10,524        | 11,704        | 11.2%        |
| 网络运维                      | 2,108         | 2,108         | 0.0%        | 2,834         | 2,647         | -6.6%        | 3,373         | 3,148         | -6.7%        |
| 设施管理                      | 1,865         | 1,865         | 0.0%        | 1,958         | 1,958         | 0.0%         | 1,988         | 1,988         | 0.0%         |
| <b>占业务流程外包比重</b>          |               |               |             |               |               |              |               |               |              |
| 分销业务                      | 68.8%         | 70.9%         | 2.0%        | 66.8%         | 69.7%         | 2.9%         | 66.3%         | 69.5%         | 3.3%         |
| 网络运维                      | 16.5%         | 15.5%         | -1.1%       | 19.7%         | 17.4%         | -2.2%        | 21.2%         | 18.7%         | -2.5%        |
| 设施管理                      | 14.6%         | 13.7%         | -1.0%       | 13.6%         | 12.9%         | -0.7%        | 12.5%         | 11.8%         | -0.7%        |
| <b>应用、内容及其他(ACO)</b>      | 3,988         | 4,161         | 4.3%        | 5,045         | 5,258         | 4.2%         | 6,067         | 6,212         | 2.4%         |
| IT应用                      | 2,049         | 2,221         | 8.4%        | 2,668         | 2,881         | 8.0%         | 3,185         | 3,330         | 4.5%         |
| 增值服务                      | 488           | 488           | 0.0%        | 635           | 635           | 0.0%         | 762           | 762           | 0.0%         |
| 互联网                       | 502           | 502           | 0.0%        | 602           | 602           | 0.0%         | 753           | 753           | 0.0%         |
| 其他ACO                     | 949           | 949           | 0.0%        | 1,139         | 1,139         | 0.0%         | 1,367         | 1,367         | 0.0%         |
| <b>As % of ACO</b>        |               |               |             |               |               |              |               |               |              |
| IT应用                      | 51.4%         | 53.4%         | 2.0%        | 52.9%         | 54.8%         | 1.9%         | 52.5%         | 53.6%         | 1.1%         |
| 增值服务                      | 12.2%         | 11.7%         | -0.5%       | 12.6%         | 12.1%         | -0.5%        | 12.6%         | 12.3%         | -0.3%        |
| 互联网                       | 12.6%         | 12.1%         | -0.5%       | 11.9%         | 11.5%         | -0.5%        | 12.4%         | 12.1%         | -0.3%        |
| 其他ACO                     | 23.8%         | 22.8%         | -1.0%       | 22.6%         | 21.7%         | -0.9%        | 22.5%         | 22.0%         | -0.5%        |
| <b>As % of total rev.</b> |               |               |             |               |               |              |               |               |              |
| 电信基建(TIS)                 | 45.3%         | 43.7%         | -1.5%       | 48.0%         | 45.1%         | -2.9%        | 48.3%         | 44.7%         | -3.7%        |
| 设计                        | 11.0%         | 10.6%         | -0.4%       | 11.5%         | 10.9%         | -0.6%        | 11.8%         | 10.7%         | -1.1%        |
| 工程施工                      | 32.1%         | 31.0%         | -1.1%       | 34.3%         | 32.0%         | -2.3%        | 34.2%         | 31.8%         | -2.4%        |
| 监理                        | 2.2%          | 2.2%          | -0.1%       | 2.3%          | 2.2%          | 0.0%         | 2.4%          | 2.1%          | -0.2%        |
| <b>业务流程外包(BPO)</b>        | 41.7%         | 43.1%         | 1.4%        | 38.5%         | 40.8%         | 2.3%         | 37.4%         | 40.4%         | 3.1%         |
| 分销业务                      | 28.7%         | 30.5%         | 1.9%        | 25.7%         | 28.4%         | 2.7%         | 24.8%         | 28.1%         | 3.3%         |
| 网络运维                      | 6.9%          | 6.7%          | -0.2%       | 7.6%          | 7.1%          | -0.5%        | 7.9%          | 7.6%          | -0.4%        |
| 设施管理                      | 6.1%          | 5.9%          | -0.2%       | 5.2%          | 5.3%          | 0.0%         | 4.7%          | 4.8%          | 0.1%         |
| <b>应用、内容及其他(ACO)</b>      | 13.1%         | 13.2%         | 0.1%        | 13.5%         | 14.1%         | 0.6%         | 14.3%         | 14.9%         | 0.6%         |
| IT应用                      | 6.7%          | 7.0%          | 0.3%        | 7.1%          | 7.7%          | 0.6%         | 7.5%          | 8.0%          | 0.5%         |
| 增值服务                      | 1.6%          | 1.5%          | -0.1%       | 1.7%          | 1.7%          | 0.0%         | 1.8%          | 1.8%          | 0.0%         |
| 互联网                       | 1.6%          | 1.6%          | -0.1%       | 1.6%          | 1.6%          | 0.0%         | 1.8%          | 1.8%          | 0.0%         |
| 其他ACO                     | 3.1%          | 3.0%          | -0.1%       | 3.0%          | 3.1%          | 0.0%         | 3.2%          | 3.3%          | 0.1%         |

资料来源：公司数据、中金公司研究部

中通服盈利预测调整

| (百万人民币)   | 2008E    |          |       | 2009E    |          |       | 2010E    |          |        |
|-----------|----------|----------|-------|----------|----------|-------|----------|----------|--------|
|           | 原预测      | 现预测      | 变化%   | 原预测      | 现预测      | 变化%   | 原预测      | 现预测      | 变化%    |
| 收入        | 30,557   | 31,619   | 3.5%  | 37,438   | 37,253   | -0.5% | 42,496   | 41,648   | -2.0%  |
| 主营业务成本    | (25,415) | (26,374) | 3.8%  | (31,099) | (31,030) | -0.2% | (35,182) | (34,685) | -1.4%  |
| 毛利        | 5,142    | 5,245    | 2.0%  | 6,339    | 6,223    | -1.8% | 7,314    | 6,964    | -4.8%  |
| 毛利率       | 16.8%    | 16.6%    | -0.2% | 16.9%    | 16.7%    | -0.2% | 17.2%    | 16.7%    | -0.5%  |
| 其他业务收入    | 329      | 329      | 0.0%  | 329      | 329      | 0.0%  | 329      | 329      | 0.0%   |
| 销售及管理费用   | (3,514)  | (3,690)  | 5.0%  | (4,231)  | (4,321)  | 2.1%  | (4,760)  | (4,706)  | -1.1%  |
| 费用率       | 11.5%    | 11.7%    | 0.2%  | 11.3%    | 11.6%    | 0.3%  | 11.2%    | 11.3%    | 0.1%   |
| 息税前利润     | 1,957    | 1,884    | -3.7% | 2,438    | 2,230    | -8.5% | 2,883    | 2,586    | -10.3% |
| 息税前利润率    | 6.4%     | 6.0%     | -0.4% | 6.5%     | 6.0%     | -0.5% | 6.8%     | 6.2%     | -0.6%  |
| 财务收入/(费用) | (71)     | (75)     | 4.7%  | (62)     | (68)     | 9.2%  | (55)     | (61)     | 9.3%   |
| 应占联营公司利润  | 2        | 2        | 0.0%  | 2        | 2        | 0.0%  | 2        | 2        | 0.0%   |
| 利润总额      | 1,887    | 1,811    | -4.0% | 2,377    | 2,164    | -9.0% | 2,830    | 2,528    | -10.7% |
| 所得税       | (491)    | (471)    | -4.0% | (618)    | (563)    | -9.0% | (736)    | (657)    | -10.7% |
| 实际税率      | 26.0%    | 26.0%    | 0.0%  | 26.0%    | 26.0%    | 0.0%  | 26.0%    | 26.0%    | 0.0%   |
| 少数股东损益    | (20)     | (19)     | -4.0% | (26)     | (24)     | -9.0% | (31)     | (28)     | -10.7% |
| 占税后利润比重   | 1.4%     | 1.4%     | 0.0%  | 1.5%     | 1.5%     | 0.0%  | 1.5%     | 1.5%     | 0.0%   |
| 净利润       | 1,377    | 1,321    | -4.0% | 1,733    | 1,577    | -9.0% | 2,063    | 1,843    | -10.7% |
| 净利率       | 4.5%     | 4.2%     | -0.3% | 4.6%     | 4.2%     | -0.4% | 4.9%     | 4.4%     | -0.4%  |
| 每股收益 (元)  | 0.239    | 0.229    | -4.0% | 0.300    | 0.273    | -9.0% | 0.357    | 0.319    | -10.7% |

资料来源：公司数据、中金公司研究部

## 中通服收入预测

| (百万人民币)            | 2006A  | 2007A  | 2008E  | 2009E  | 2010E  | 07 vs. 06 | 08 vs. 07 | 09 vs. 08 | 10 vs. 09 |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 收入                 | 19,313 | 23,538 | 31,619 | 37,253 | 41,648 | 21.9%     | 34.3%     | 17.8%     | 11.8%     |
| 电信基建(TIS)          | 10,941 | 11,093 | 13,830 | 16,805 | 18,597 | 1.4%      | 24.7%     | 21.5%     | 10.7%     |
| 设计                 | 2,342  | 2,436  | 3,348  | 4,063  | 4,475  | 4.0%      | 37.4%     | 21.3%     | 10.1%     |
| 工程施工               | 8,082  | 8,071  | 9,799  | 11,912 | 13,226 | -0.1%     | 21.4%     | 21.6%     | 11.0%     |
| 监理                 | 517    | 585    | 682    | 830    | 895    | 13.3%     | 16.5%     | 21.7%     | 7.9%      |
| As % of TIS        |        |        |        |        |        |           |           |           |           |
| 设计                 | 21.4%  | 22.0%  | 24.2%  | 24.2%  | 24.1%  | 0.6%      | 2.2%      | 0.0%      | -0.1%     |
| 工程施工               | 73.9%  | 72.8%  | 70.9%  | 70.9%  | 71.1%  | -1.1%     | -1.9%     | 0.0%      | 0.2%      |
| 监理                 | 4.7%   | 5.3%   | 4.9%   | 4.9%   | 4.8%   | 0.6%      | -0.3%     | 0.0%      | -0.1%     |
| 业务流程外包(BPO)        | 6,167  | 9,365  | 13,628 | 15,190 | 16,840 | 51.8%     | 45.5%     | 11.5%     | 10.9%     |
| 分销业务               | 4,018  | 6,097  | 9,656  | 10,585 | 11,704 | 51.8%     | 58.4%     | 9.6%      | 10.6%     |
| 网络运维               | 723    | 1,573  | 2,108  | 2,647  | 3,148  | 117.7%    | 34.0%     | 25.6%     | 18.9%     |
| 设施管理               | 1,427  | 1,695  | 1,865  | 1,958  | 1,988  | 18.8%     | 10.0%     | 5.0%      | 1.5%      |
| 占业务流程外包比重          |        |        |        |        |        |           |           |           |           |
| 分销业务               | 65.1%  | 65.1%  | 70.9%  | 69.7%  | 69.5%  | 0.0%      | 5.7%      | -1.2%     | -0.2%     |
| 网络运维               | 11.7%  | 16.8%  | 15.5%  | 17.4%  | 18.7%  | 5.1%      | -1.3%     | 2.0%      | 1.3%      |
| 设施管理               | 23.1%  | 18.1%  | 13.7%  | 12.9%  | 11.8%  | -5.0%     | -4.4%     | -0.8%     | -1.1%     |
| 应用、内容及其他(ACO)      | 2,204  | 3,080  | 4,161  | 5,258  | 6,212  | 39.7%     | 35.1%     | 26.4%     | 18.1%     |
| IT应用               | 1,010  | 1,546  | 2,221  | 2,881  | 3,330  | 53.2%     | 43.6%     | 29.7%     | 15.6%     |
| 增值服务               | 287    | 326    | 488    | 635    | 762    | 13.5%     | 50.0%     | 30.0%     | 20.0%     |
| 互联网                | 344    | 478    | 502    | 602    | 753    | 39.1%     | 5.0%      | 20.0%     | 25.0%     |
| 其他ACO              | 564    | 730    | 949    | 1,139  | 1,367  | 29.5%     | 30.0%     | 20.0%     | 20.0%     |
| As % of ACO        | -      | -      | -      | -      | -      |           |           |           |           |
| IT应用               | 45.8%  | 50.2%  | 53.4%  | 54.8%  | 53.6%  | 4.4%      | 3.2%      | 1.4%      | -1.2%     |
| 增值服务               | 13.0%  | 10.6%  | 11.7%  | 12.1%  | 12.3%  | -2.4%     | 1.2%      | 0.3%      | 0.2%      |
| 互联网                | 15.6%  | 15.5%  | 12.1%  | 11.5%  | 12.1%  | -0.1%     | -3.5%     | -0.6%     | 0.7%      |
| 其他ACO              | 25.6%  | 23.7%  | 22.8%  | 21.7%  | 22.0%  | -1.9%     | -0.9%     | -1.1%     | 0.3%      |
| As % of total rev. |        |        |        |        |        |           |           |           |           |
| 电信基建(TIS)          | 56.7%  | 47.1%  | 43.7%  | 45.1%  | 44.7%  | -9.5%     | -3.4%     | 1.4%      | -0.5%     |
| 设计                 | 12.1%  | 10.4%  | 10.6%  | 10.9%  | 10.7%  | -1.8%     | 0.2%      | 0.3%      | -0.2%     |
| 工程施工               | 41.8%  | 34.3%  | 31.0%  | 32.0%  | 31.8%  | -7.6%     | -3.3%     | 1.0%      | -0.2%     |
| 监理                 | 2.7%   | 2.5%   | 2.2%   | 2.2%   | 2.1%   | -0.2%     | -0.3%     | 0.1%      | -0.1%     |
| 业务流程外包(BPO)        | 31.9%  | 39.8%  | 43.1%  | 40.8%  | 40.4%  | 7.9%      | 3.3%      | -2.3%     | -0.3%     |
| 分销业务               | 20.8%  | 25.9%  | 30.5%  | 28.4%  | 28.1%  | 5.1%      | 4.6%      | -2.1%     | -0.3%     |
| 网络运维               | 3.7%   | 6.7%   | 6.7%   | 7.1%   | 7.6%   | 2.9%      | 0.0%      | 0.4%      | 0.5%      |
| 设施管理               | 7.4%   | 7.2%   | 5.9%   | 5.3%   | 4.8%   | -0.2%     | -1.3%     | -0.6%     | -0.5%     |
| 应用、内容及其他(ACO)      | 11.4%  | 13.1%  | 13.2%  | 14.1%  | 14.9%  | 1.7%      | 0.1%      | 1.0%      | 0.8%      |
| IT应用               | 5.2%   | 6.6%   | 7.0%   | 7.7%   | 8.0%   | 1.3%      | 0.5%      | 0.7%      | 0.3%      |
| 增值服务               | 1.5%   | 1.4%   | 1.5%   | 1.7%   | 1.8%   | -0.1%     | 0.2%      | 0.2%      | 0.1%      |
| 互联网                | 1.8%   | 2.0%   | 1.6%   | 1.6%   | 1.8%   | 0.3%      | -0.4%     | 0.0%      | 0.2%      |
| 其他ACO              | 2.9%   | 3.1%   | 3.0%   | 3.1%   | 3.3%   | 0.2%      | -0.1%     | 0.1%      | 0.2%      |

资料来源: 公司数据、中金公司研究部



中通服盈利预测

| (百万人民币)   | 2006A    | 2007A    | 2008E    | 2009E    | 2010E    | 07 vs. 06 | 08 vs. 07 | 09 vs. 08 | 10 vs. 09 |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 收入        | 19,313   | 23,538   | 31,619   | 37,253   | 41,648   | 21.9%     | 34.3%     | 17.8%     | 11.8%     |
| 主营业务成本    | (15,746) | (19,474) | (26,374) | (31,030) | (34,685) | 23.7%     | 35.4%     | 17.7%     | 11.8%     |
| 毛利        | 3,567    | 4,065    | 5,245    | 6,223    | 6,964    | 14.0%     | 29.0%     | 18.6%     | 11.9%     |
| 毛利率       | 18.5%    | 17.3%    | 16.6%    | 16.7%    | 16.7%    | -1.2%     | -0.7%     | 0.1%      | 0.0%      |
| 其他业务收入    | 168      | 329      | 329      | 329      | 329      | 95.4%     | 0.0%      | 0.0%      | 0.0%      |
| 销售及管理费用   | (2,477)  | (2,795)  | (3,690)  | (4,321)  | (4,706)  | 12.8%     | 32.0%     | 17.1%     | 8.9%      |
| 费用率       | 12.8%    | 11.9%    | 11.7%    | 11.6%    | 11.3%    | -1.0%     | -0.2%     | -0.1%     | -0.3%     |
| 息税前利润     | 1,258    | 1,599    | 1,884    | 2,230    | 2,586    | 27.1%     | 17.8%     | 18.4%     | 16.0%     |
| 息税前利润率    | 6.5%     | 6.8%     | 6.0%     | 6.0%     | 6.2%     | 0.3%      | -0.8%     | 0.0%      | 0.2%      |
| 财务收入/(费用) | 87       | 42       | (75)     | (68)     | (61)     | -52.3%    | -279.4%   | -8.8%     | -11.3%    |
| 应占联营公司利润  | (0)      | 4        | 2        | 2        | 2        | n.a.      | -43.9%    | 0.0%      | 0.0%      |
| 利润总额      | 1,214    | 1,644    | 1,811    | 2,164    | 2,528    | 35.4%     | 10.2%     | 19.5%     | 16.8%     |
| 所得税       | (375)    | (461)    | (471)    | (563)    | (657)    | 23.1%     | 2.1%      | 19.5%     | 16.8%     |
| 实际税率      | 30.9%    | 28.0%    | 26.0%    | 26.0%    | 26.0%    | -2.8%     | -2.0%     | 0.0%      | 0.0%      |
| 少数股东损益    | (23)     | (16)     | (19)     | (24)     | (28)     | -29.8%    | 18.9%     | 26.3%     | 16.8%     |
| 占税后利润比重   | 2.7%     | 1.3%     | 1.4%     | 1.5%     | 1.5%     | -1.4%     | 0.1%      | 0.1%      | 0.0%      |
| 净利润       | 817      | 1,167    | 1,321    | 1,577    | 1,843    | 42.9%     | 13.2%     | 19.4%     | 16.8%     |
| 净利率       | 4.2%     | 5.0%     | 4.2%     | 4.2%     | 4.4%     | 0.7%      | -0.8%     | 0.1%      | 0.2%      |
| 每股收益(元)   | 0.142    | 0.202    | 0.229    | 0.273    | 0.319    | 42.9%     | 13.2%     | 19.4%     | 16.8%     |

资料来源：公司数据、中金公司研究部

**中通服资产负债表**

| (百万人民币)          | 2006A         | 2007A         | 2008E         | 2009E         | 2010E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>      |               |               |               |               |               |
| 现金及现金等价物         | 8,164         | 6,883         | 7,397         | 7,965         | 8,552         |
| 应收票据及应收账款        | 5,805         | 6,628         | 9,138         | 9,233         | 11,306        |
| 存货               | 980           | 1,036         | 2,083         | 1,591         | 2,516         |
| 预付账款及其他流动资产      | 2,117         | 2,182         | 4,229         | 3,324         | 5,120         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>17,066</b> | <b>16,728</b> | <b>22,848</b> | <b>22,113</b> | <b>27,494</b> |
| <b>非流动资产</b>     |               |               |               |               |               |
| 固定资产             | 2,998         | 3,372         | 3,564         | 3,728         | 3,911         |
| 投资性房地产           | 446           | 645           | 645           | 645           | 645           |
| 在建工程             | 292           | 228           | 190           | 224           | 250           |
| 预付租金             | 155           | 372           | 372           | 372           | 372           |
| 无形资产             | 45            | 80            | 80            | 80            | 80            |
| 联营公司权益           | 9             | 11            | 11            | 11            | 11            |
| 其他投资             | 174           | 308           | 308           | 308           | 308           |
| 递延税资产            | 107           | 96            | 96            | 96            | 96            |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>4,226</b>  | <b>5,112</b>  | <b>5,266</b>  | <b>5,463</b>  | <b>5,673</b>  |
| <b>总资产合计</b>     | <b>21,292</b> | <b>21,840</b> | <b>28,113</b> | <b>27,577</b> | <b>33,167</b> |
| <b>流动负债</b>      |               |               |               |               |               |
| 短期借款             | 158           | 2,560         | 2,560         | 2,560         | 2,560         |
| 应付票据及应付账款        | 4,182         | 4,687         | 7,453         | 6,660         | 8,924         |
| 预提费用             | 3,652         | 4,223         | 6,615         | 5,967         | 7,907         |
| 应交税金             | 224           | 198           | 198           | 198           | 198           |
| 预收账款             | 680           | 521           | 825           | 758           | 1,011         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>8,896</b>  | <b>12,189</b> | <b>17,651</b> | <b>16,144</b> | <b>20,601</b> |
| <b>非流动负债</b>     |               |               |               |               |               |
| 长期借款             | 13            | 1             | 1             | 1             | 1             |
| 递延税负债            | 18            | 12            | 12            | 12            | 12            |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>31</b>     | <b>13</b>     | <b>13</b>     | <b>13</b>     | <b>13</b>     |
| <b>所有者权益</b>     |               |               |               |               |               |
| 归属于母公司所有者权益      | 12,217        | 9,561         | 10,354        | 11,300        | 12,406        |
| 少数股东权益           | 147           | 77            | 96            | 120           | 148           |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>12,364</b> | <b>9,638</b>  | <b>10,450</b> | <b>11,420</b> | <b>12,554</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>21,292</b> | <b>21,840</b> | <b>28,113</b> | <b>27,577</b> | <b>33,167</b> |

资料来源：公司数据、中金公司研究部

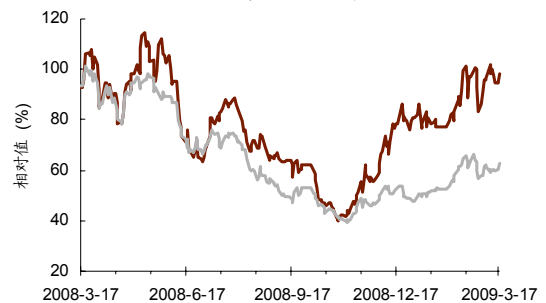
## 三维通信 (002115.CH): 无评级

受益投资增长的室内外覆盖厂商代表

### 三维通信主要财务、股票信息

| (单位: 百万元) | 2006A | 2007A | 2008A | 2009E | 2010E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入    | 210.1 | 268.1 | 445.8 | 653.2 | 857.6 |
| (+/-%)    | 9.4%  | 27.6% | 66.3% | 46.5% | 31.3% |
| 主营业务利润    | 82.2  | 99.2  | 157.9 | n.a.  | n.a.  |
| (+/-%)    | 5.6%  | 20.8% | 59.1% | n.a.  | n.a.  |
| 营业利润      | 21.3  | 35.4  | 50.6  | n.a.  | n.a.  |
| (+/-%)    | 9.6%  | 66.3% | 42.7% | n.a.  | n.a.  |
| 净利润       | 30.3  | 41.9  | 56.5  | 77.0  | 95.5  |
| (+/-%)    | 12.2% | 38.3% | 34.9% | 36.2% | 24.0% |
| 每股收益 (元)  | 0.252 | 0.349 | 0.471 | 0.642 | 0.796 |
| 市盈率 (倍)   | 57.9  | 41.8  | 31.0  | 22.8  | 18.4  |
| 市净率(倍)    | 13.2  | 5.4   | 4.8   | 3.6   | 3.1   |
| 权益收益率     | 22.8% | 12.8% | 15.4% | 16.0% | 16.8% |

| A股            |                |
|---------------|----------------|
| 股票代码          | 002115.CH      |
| 当前股价          | 人民币 14.28      |
| 日成交量 (百万股)    | 1.67           |
| 52周最高价/最低价    | 人民币 17.56/5.55 |
| 总市值 (百万元)     | 1,714          |
| 发行股数 (百万股)    | 120            |
| 其中: 流通股 (百万股) | 56             |
| 主要股东 (持股比例)   | 李越伦 (28.50%)   |



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部, 预测数据取自 Wind

### 投资要点:

我们对通讯设备行业子板块——室内外覆盖行业的整体判断是, 受益于电信投资拉动, 09 业绩成长较为确定: ①整体需求受 3G 投资增长带动而大幅增长, ②但由于市场集中度仍然较低, 门槛不高, 价格仍有可能下滑; 但下滑幅度预计 09 年小于需求的快速释放。

三维通信传统的室内外网优覆盖业务以及子公司紫光网络的无源器件业务均符合上述判断, 其新产品 TD 的 RRU 产品已经开始向设备商供货。初步测算 2009 年至 2010 年收入增速有望达到 40% 左右; 而由于公司加大研发力度, 以及准备进入海外市场, 费用率可能略高, 但净利仍有望维持 30% 左右的复合增长。

根据万得市场平均预测, 三维通信 2009 年和 2010 年市盈率分别为 22.8 倍和 18.4 倍。建议投资者以整个通讯设备板块为标杆, 从估值角度把握投资机会。

### 公司业务概览:

三维通信 2008 年收入同比增长 66.3% 达到 4.46 亿元, 毛利率 36.5%, 净利率 12.7%, 每股收益 0.471 元, 同比增长 34.9%。

1. 主营业务: 主要包括传统无线网优 (室内外覆盖及 RRU 射频拉远设备等)、网络测试产品代理以及微波无源器件:

无线网优业务 08 年收入同比增长 52.4% 达到 3.55 亿元 (含约 4000 万元 RRU), 市场预计 2009 年与 2010 年能够维持 30%~40% 收入增长。其中, 公司判断市场需求其实能够接近翻倍, 但价格下滑, 且产能扩张不会很迅速。室内外覆盖从性质来讲, 主要是需要人工的工程业务, 与器件等产品制造业务不同, 产能扩张较慢, 收入确认也相对较慢。

微波无源业务来自于公司 07 年底收购 51% 股权的紫光网络。08 年实现收入 6700 万元。①在这之中包括公司出口收入 2049 万元 (约 300 万美元), 主要是给海外主设备厂商配套。其中 08 年为 Alcatel 生产的某一基站用型号产品, 市场份额从 10% 提高到 60%, 取代原 Andrew 市场份额第 1 的地位。该订单产品 1~2 万件, 每件 700~800 元, 总货值约 1000 万人民币。公司从经营角度判断, 海外主设备厂商面临成本压力, 在质量合格的情况下, 十分愿意向低成本的

中国厂商发单。但目前仍在普遍考查阶段。②其他收入来自于国内厂商配套，如国人等，主要用于直放站生产。国人由于转而生产基站射频器件，室内外覆盖器件生产较少。

网络测试业务08年1944万元，在08年4季度才大规模提升，代理进口某品牌测试仪器。预计未来有一定增速，对公司影响不大，利润率不高。

2. 毛利率来看，预计稳中略下滑，但是下降空间已不大，主要是经过几年集采，成本已经降到盈利边缘。08年大部分产品仍为集采，尤其是紫光网络，全部由厂商集采，利润率受影响较大。而09年3G产品是否全部招标有待观察，但预计部分产品由于标准化程度较低可能不列入集采目录。运营商在高质量快速完成网络建设的要求下，对于价格的敏感度可能下降。

3. 管理费用率，不考虑紫光网络，三维本身08年下降0.7个百分点。紫光网络毛利率较高，但费用率同样较高。未来形成一定规模后，应该会有规模效应，但不是现在。公司要开始布局海外业务，以备这两年国内的高峰期过后，保证公司业务持续成长，因此这两年费用率难以大规模压缩。

三维通信历史财务数据

| (百万元)     | 2004A  | 2005A  | 2006A  | 2007A  | 2008A   | 05 vs. 04 | 06 vs. 05 | 07 vs. 06 | 08 vs. 07 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 主营业务收入    | 164.9  | 192.0  | 210.1  | 268.1  | 445.8   | 16.5%     | 9.4%      | 27.6%     | 66.3%     |
| 无线网络优化    | 155.6  | 181.4  | 194.7  | 232.9  | 355.0   | 16.6%     | 7.3%      | 19.6%     | 52.4%     |
| 网络测试系统    | 8.1    | 10.0   | 14.6   | 15.4   | 19.4    | 23.6%     | 44.9%     | 6.1%      | 25.9%     |
| 微波无源器件    | -      | -      | -      | 16.9   | 67.0    | n.a.      | n.a.      | n.a.      | 295.7%    |
| 其他        | 1.1    | 0.5    | 0.9    | 2.8    | 4.4     | -51.3%    | 57.2%     | 229.2%    | 54.7%     |
| 毛利        | 70.5   | 79.5   | 85.3   | 103.2  | 162.5   | 12.7%     | 7.4%      | 20.9%     | 57.5%     |
| 毛利率       | 42.8%  | 41.4%  | 40.6%  | 38.5%  | 36.5%   | -1.4%     | -0.8%     | -2.1%     | -2.0%     |
| 无线网络优化    | 44.2%  | 43.1%  | 43.1%  | 38.8%  | 36.8%   | -1.1%     | 0.0%      | -4.3%     | -1.9%     |
| 网络测试系统    | 8.1%   | 9.2%   | 5.8%   | 16.7%  | 16.3%   | 1.0%      | -3.4%     | 10.9%     | -0.4%     |
| 微波无源器件    | -      | -      | -      | 55.1%  | 40.7%   | -         | -         | -         | -14.4%    |
| 其他        | 90.4%  | 70.3%  | 72.8%  | 35.9%  | 31.6%   | -20.1%    | 2.5%      | -36.9%    | -4.2%     |
| 主营业务税金及附加 | (0.4)  | (1.7)  | (3.2)  | (4.0)  | (4.7)   | 294.6%    | 88.9%     | 25.8%     | 17.4%     |
| 占主营业务收入%  | 0.3%   | 0.9%   | 1.5%   | 1.5%   | 1.0%    | 0.6%      | 0.6%      | 0.0%      | -0.4%     |
| 主营业务利润    | 70.1   | 77.8   | 82.2   | 99.2   | 157.9   | 11.0%     | 5.6%      | 20.8%     | 59.1%     |
| 费用        | (51.9) | (58.6) | (60.9) | (64.0) | (108.1) | 12.9%     | 3.9%      | 5.0%      | 69.0%     |
| 费用率       | 31.5%  | 30.5%  | 29.0%  | 23.9%  | 24.3%   | -1.0%     | -1.5%     | -5.1%     | 0.4%      |
| 营业费用      | (20.2) | (24.0) | (25.6) | (28.0) | (43.1)  | 18.8%     | 6.9%      | 9.3%      | 54.1%     |
| 营业费用率     | 12.2%  | 12.5%  | 12.2%  | 10.4%  | 9.7%    | 0.2%      | -0.3%     | -1.7%     | -0.8%     |
| 管理费用      | (28.2) | (30.0) | (31.9) | (32.9) | (59.2)  | 6.6%      | 6.3%      | 3.1%      | 79.9%     |
| 管理费用率     | 17.1%  | 15.6%  | 15.2%  | 12.3%  | 13.3%   | -1.4%     | -0.4%     | -2.9%     | 1.0%      |
| 财务费用      | (3.6)  | (4.6)  | (4.5)  | (0.9)  | (5.2)   | 29.0%     | -2.3%     | -81.1%    | 513.4%    |
| 财务费用率     | 2.2%   | 2.4%   | 2.1%   | 0.3%   | 1.2%    | 0.2%      | -0.3%     | -1.8%     | 0.9%      |
| 资产减值损失    | -      | -      | 1.1    | (2.2)  | (0.5)   | n.a.      | n.a.      | -292.4%   | -77.1%    |
| 减值损失率     | 0.0%   | 0.0%   | -0.5%  | 0.8%   | 0.1%    | 0.0%      | -0.5%     | 1.4%      | -0.7%     |
| 投资收益      | (0.5)  | 0.0    | 0.0    | 0.2    | 0.8     | -102.6%   | 308.3%    | 277.6%    | 329.2%    |
| 营业利润      | 18.5   | 19.5   | 21.3   | 35.4   | 50.6    | 5.4%      | 9.6%      | 66.3%     | 42.7%     |
| 营业利润率     | 11.2%  | 10.1%  | 10.1%  | 13.2%  | 11.3%   | -1.1%     | 0.0%      | 3.1%      | -1.9%     |
| 营业外收支净额   | 7.5    | 10.5   | 11.7   | 11.4   | 19.2    | 39.9%     | 11.5%     | -2.6%     | 69.3%     |
| 税前利润      | 25.9   | 29.9   | 33.0   | 46.8   | 69.8    | 15.3%     | 10.3%     | 41.9%     | 49.1%     |
| 占主营业务收入%  | 15.7%  | 15.6%  | 15.7%  | 17.5%  | 15.7%   | -0.2%     | 0.1%      | 1.8%      | -1.8%     |
| 所得税       | (3.8)  | (2.6)  | (1.5)  | (1.6)  | (6.8)   | -31.4%    | -41.9%    | 7.7%      | 318.9%    |
| 有效税率      | 14.6%  | 8.7%   | 4.6%   | 3.5%   | 9.8%    | -5.9%     | -4.1%     | -1.1%     | 6.3%      |
| 少数股东损益    | 0.1    | (0.3)  | (1.2)  | (3.3)  | (6.5)   | -530.1%   | 276.4%    | 177.0%    | 97.6%     |
| 占税后利润%    | -0.3%  | 1.1%   | 3.8%   | 7.2%   | 10.3%   | 1.5%      | 2.6%      | 3.5%      | 3.0%      |
| 净利润       | 22.2   | 27.0   | 30.3   | 41.9   | 56.5    | 21.5%     | 12.2%     | 38.3%     | 34.9%     |
| 净利率%      | 13.5%  | 14.1%  | 14.4%  | 15.6%  | 12.7%   | 0.6%      | 0.4%      | 1.2%      | -3.0%     |
| 每股收益(元)   | 0.185  | 0.225  | 0.252  | 0.349  | 0.471   | 21.5%     | 12.2%     | 38.3%     | 34.9%     |

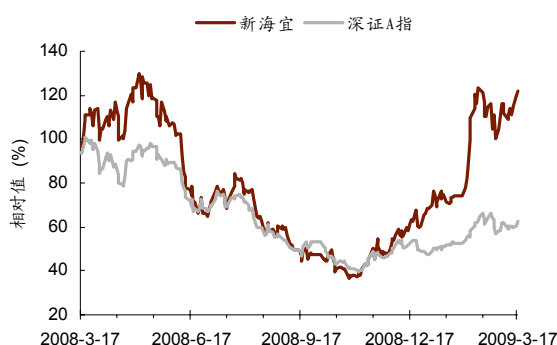
资料来源：公司数据、中金公司研究部

## 新海宜 (002089.CH): 无评级

## 成长潜力较大的创新型公司

## 新海宜主要财务、股票信息

| (百万元)      | 2006A | 2007A | 2008A | 2009E | 2010E | A股                        |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------------------|
| 主营业务收入     | 157   | 201   | 295   | 498   | 708   | 当前股价 人民币43.52             |
| (+/-%)     | 12.6% | 28.6% | 46.3% | 69.0% | 42.2% | 股票代码 600405.CH            |
| 主营业务利润     | 57    | 78    | n.a.  | n.a.  | n.a.  | 52周最高价/最低价 人民币55.90/24.02 |
| (+/-%)     | 1.0%  | 37.8% | n.a.  | n.a.  | n.a.  | 发行股数 (百万股) 153            |
| 营业利润       | 30    | 31    | 39.4  | n.a.  | n.a.  | 其中: 流通股 (百万股) 195         |
| (+/-)      | 1.1%  | 1.6%  | 28.9% | n.a.  | n.a.  | 主要股东 (持股比例) 张亦斌 (20.04%)  |
| 净利润        | 25    | 26    | 32    | 61    | 92    |                           |
| (+/-%)     | -0.2% | 3.2%  | 24.5% | 88.2% | 51.4% |                           |
| 每股收益 (元)   | 0.165 | 0.170 | 0.211 | 0.398 | 0.603 |                           |
| (+/-%)     | -0.2% | 3.2%  | 24.5% | 88.2% | 51.4% |                           |
| 市盈率 (倍)    | 65.3  | 63.2  | 50.8  | 27.0  | 17.8  |                           |
| 市净率 (倍)    | 5.46  | 5.02  | 4.35  | 4.02  | 2.80  |                           |
| 净资产收益率 (%) | 8%    | 8%    | 9%    | 15%   | 16%   |                           |



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部，预测数据取自 Wind

## 投资要点：

我们对新海宜的判断是，未来成长潜力较大，一方面来自于主要从事的通讯辅助设备业务，另一方面就得益于公司较强的创新能力。其中通讯辅助设备业务受益于行业整体利好，未来2年有望保持快速增长；而公司不断培育、逐渐释放的新业务对公司的持续增长也将起到促进作用。市场预测公司2009年收入规模接近翻倍，2010年收入仍有望同比增长50%左右；而净利增长甚至略快于收入增长。

根据万得平均预测，2009年和2010年市盈率分别为27.0倍和17.8倍。建议投资者紧跟公司盈利，以整个通讯设备板块为标杆，从估值角度把握机会，并注意其业绩有超市场预期可能。

需要提醒投资者的是，①年报将于3月28日公告，但业绩快报已经公布，08年收入同比增长46%，净利增长25%；②由于公司流通盘较小，现金较紧，年报分红可能性较低，但不排除较高比例送配可能；③公司已经公告1季报预增250~300%，主要是同期基数较低，且今年淡季不淡，但仍有望对股价形成刺激因素。

## 公司业务概览：

3. **主营业务：**主要包括配线管理系统、外包业务、监测系统和管材等业务，公司培育中的业务包括视频、互联网监测等项目。

✓ **配线管理系统业务，**包括传统配线架和光通信配线，含光波分复用、中继，以及室内光纤连接等业务，也用于小区机房等。目前70%的收入来自于光通器件，08年签单2.3亿元左右，公司预计09年签单超过5亿元，签单1个月后发货即可确认收入。由于产品应用较广泛，无线网络、有线网络以及FTTx建设配套需求均会带来较明显的促进作用：

a) 公司对于整个市场规模测算：光线缆连接市场08年10~20亿元规模，09年预计能够达到50~60亿元水平。易观国际最近报告指出09年运营商整体光网络市场规模200~300亿。这一数字可以从江苏3家运营商相关数据推算，公司了解到江苏运营商09年共计3~4亿光连接投资规划，全国规模按照10倍计算，应该差不多。这个行业由于产品型号太多，难以完全标准化进行集采。



- b) 市场竞争态势：目前主要 10 家左右供应商，技术水平差不多，外资厂商很少，每家份额都在 6~8% 左右。其中，大部分都是民营企业；公司产品与武汉光迅有重叠部分，但是客户不重叠，后者主要为华为和中兴的海外交钥匙工程贴牌。未来的发展中，公司不排除通过收并购进行行业整合。
- c) 为诺西贴牌生产：这部分业务中包括公司为诺西贴牌生产光通器件的收入，08 年约 1000 万，预计 09 年有望达到 4000~5000 万。从长远大趋势看，也有为 Ericsson 和 Tyco 发货的可能。但这些国际设备厂商仍在大规模考察供货商阶段，尚未大规模发单。
- ✓ **软件外包业务**，主要来自于公司 07 年收购的深圳易思博，主要面向华为和运营商开展外包业务。费率约 15 万元/人年，低于大部分外包企业，主要是公司规模和管理水平仍有差距。08 年约 600 人收入 7000 万左右，净利润 900 万左右；预计 09 年达到 1100 人，收入超过 1.5 亿元；2010 年达到 1600 人，收入接近 3 亿。长期目标达到 3000 人左右，目前仍在规模扩张阶段，成本控制考虑较少。
- ✓ **其他业务**，监测系统和通信管材收入规模较小，未来也不准备大力发展。
- ✓ **在培育项目**，目前主要是视频监控和互联网内容及流量监控业务。项目均在相关申报和认证，真正贡献收入仍需等待。
  - a) 视频监控业务，目前参与江苏电信“固网全球眼”项目试点，如果能够通过近期的国家认证，才能判断未来发展趋势。该业务是大股东个人与他方合作投资，未来正常发展后，不排除运作置入上市公司可能
  - b) 互联网内容及流量监控系统，公司持有大比例股权，主要与解放军信息工程学院合作研发，由于该项目属于“863 计划”，利用对方学院“产学研”合作模式，为新海宜节省研发费用，且有希望申请补贴经费。该业务市场前景广阔，包括工商系统对网络交易的监控，公安系统对黄色、反动内容监控等。目前国内竞争对手包括烽火、华为和东软。
- 4. **毛利率**相对稳定，尽管单一产品价格不断下滑，但光连接器设备新产品较多，且未来两年由于运营商需求释放较快，对价格敏感度相对降低。
- 5. **研发费用**投入较少，利用与解放军信息工程大学“产学研”结合的策略，以较少投入培育新业务。

## 新海宜历史财务数据

| (百万元)         | 2003A  | 2004A  | 2005A  | 2006A  | 2007A  | 04 vs. 03 | 05 vs. 04 | 06 vs. 05 | 07vs. 06 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|-----------|-----------|----------|
| 主营业务收入        | 114.7  | 133.7  | 139.0  | 156.6  | 201.4  | 16.5%     | 4.0%      | 12.6%     | 28.6%    |
| 配线管理系统        | 59.6   | 61.6   | 72.5   | 86.1   | 108.6  | 3.4%      | 17.7%     | 18.7%     | 26.2%    |
| 监测系统          | 23.7   | 34.5   | 42.3   | 57.3   | 19.2   | 45.7%     | 22.4%     | 35.5%     | -66.5%   |
| 通信管材          | 22.4   | 32.5   | 21.8   | 24.7   | 16.9   | 45.0%     | -32.9%    | 13.1%     | -31.6%   |
| 计算机技术开发       | 7.7    | 3.9    | 1.3    | -      | 35.7   | -49.6%    | -66.1%    | -100.0%   | n.a.     |
| 系统工程收入        | -      | -      | -      | 0.1    | 12.4   | n.a.      | n.a.      | n.a.      | n.m.     |
| 其它            | 1.3    | 1.2    | 1.1    | -11.5  | 8.6    | -10.7%    | -4.3%     | -1130.8%  | -174.6%  |
| <b>占总收入比重</b> |        |        |        |        |        |           |           |           |          |
| 配线管理系统        | 51.9%  | 46.1%  | 52.1%  | 55.0%  | 53.9%  | -5.9%     | 6.1%      | 2.8%      | -1.1%    |
| 监测系统          | 20.7%  | 25.8%  | 30.4%  | 36.6%  | 9.5%   | 5.2%      | 4.6%      | 6.2%      | -27.1%   |
| 通信管材          | 19.6%  | 24.3%  | 15.7%  | 15.8%  | 8.4%   | 4.8%      | -8.6%     | 0.1%      | -7.4%    |
| 计算机技术开发       | 6.7%   | 2.9%   | 0.9%   | 0.0%   | 17.7%  | -3.8%     | -2.0%     | -0.9%     | 17.7%    |
| 系统工程收入        | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.1%   | 6.2%   | 0.0%      | 0.0%      | 0.1%      | 6.1%     |
| 其它            | 1.1%   | 0.9%   | 0.8%   | -7.4%  | 4.3%   | -0.3%     | -0.1%     | -8.2%     | 11.6%    |
| 毛利            | 46.5   | 48.2   | 56.3   | 56.9   | 78.3   | 3.7%      | 16.9%     | 1.0%      | 37.8%    |
| <b>毛利率</b>    | 40.5%  | 36.0%  | 40.5%  | 36.3%  | 38.9%  | -4.5%     | 4.5%      | -4.2%     | 2.6%     |
| 配线管理系统        | 40.5%  | 47.7%  | 45.2%  | 40.5%  | 42.4%  | 7.2%      | -2.5%     | -4.7%     | 1.8%     |
| 监测系统          | 53.8%  | 41.2%  | 46.2%  | 48.6%  | 30.8%  | -12.7%    | 5.1%      | 2.4%      | -17.8%   |
| 通信管材          | 24.9%  | 19.4%  | 12.2%  | 42.5%  | 6.4%   | -5.4%     | -7.2%     | 30.3%     | -36.2%   |
| 计算机技术开发       | 51.8%  | -45.0% | 98.3%  | -      | 54.7%  | -96.7%    | 143.3%    | -98.3%    | 54.7%    |
| 系统工程收入        | -      | -      | -      | -89.1% | 19.5%  | 0.0%      | 0.0%      | -89.1%    | 108.6%   |
| 其它            | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 141.0% | 39.8%  | 0.0%      | 0.0%      | 141.0%    | -101.2%  |
| 主营业务税金及附加     | (1.0)  | (0.9)  | (0.8)  | (0.9)  | (1.0)  | -8.8%     | -10.8%    | 13.9%     | 4.9%     |
| 占主营业务收入%      | 0.89%  | 0.70%  | 0.60%  | 0.60%  | 0.49%  | -0.2%     | -0.1%     | 0.0%      | -0.1%    |
| 主营业务利润        | 45.4   | 47.2   | 55.5   | 55.9   | 77.4   | 4.0%      | 17.4%     | 0.8%      | 38.4%    |
| 占主营业务收入%      | 39.60% | 35.32% | 39.89% | 35.71% | 38.41% | -4.3%     | 4.6%      | -4.2%     | 2.7%     |
| 费用            | (23.8) | (23.3) | (26.9) | (25.7) | (47.4) | -2.1%     | 15.5%     | -4.4%     | 84.0%    |
| 费用率           | 20.77% | 17.45% | 19.4%  | 16.4%  | 23.5%  | -3.3%     | 1.9%      | -2.9%     | 7.1%     |
| 营业费用          | (5.4)  | (5.1)  | (8.4)  | (8.1)  | (10.1) | -4.3%     | 64.2%     | -4.2%     | 25.0%    |
| 营业费用率         | 4.68%  | 3.84%  | 6.1%   | 5.2%   | 5.0%   | -0.8%     | 2.2%      | -0.9%     | -0.1%    |
| 管理费用          | (15.0) | (13.1) | (14.3) | (11.8) | (30.9) | -12.9%    | 9.9%      | -17.9%    | 162.4%   |
| 管理费用率         | 13.07% | 9.76%  | 10.3%  | 7.5%   | 15.3%  | -3.3%     | 0.6%      | -2.8%     | 7.8%     |
| 财务费用          | (3.47) | (5.14) | (4.16) | (4.69) | (0.47) | 48.1%     | -19.1%    | 12.7%     | -90.1%   |
| 财务费用率         | 3.02%  | 3.84%  | 2.99%  | 2.99%  | 0.23%  | 0.8%      | -0.9%     | 0.0%      | -2.8%    |
| 资产减值损失        | -      | -      | -      | (1.19) | (5.88) | n.a.      | n.a.      | n.a.      | 392.6%   |
| 减值损失率         | -      | -      | -      | 0.76%  | 2.92%  | n.a.      | n.a.      | n.a.      | 2.2%     |
| 营业利润          | 22.3   | 26.5   | 29.8   | 30.1   | 30.6   | 19.1%     | 12.3%     | 1.1%      | 1.6%     |
| 营业利润率         | 19.40% | 19.83% | 21.43% | 19.23% | 15.19% | 0.4%      | 1.6%      | -2.2%     | -4.0%    |
| 营业外收支净额       | 0.2    | 1.2    | 1.7    | (0.3)  | 2.3    | 643.8%    | 38.7%     | -119.6%   | n.a.     |
| 税前利润          | 22.4   | 27.7   | 30.7   | 29.8   | 32.9   | 23.6%     | 10.9%     | -3.1%     | 10.4%    |
| 占主营业务收入%      | 19.5%  | 20.7%  | 22.1%  | 19.0%  | 16.3%  | 1.2%      | 1.4%      | -3.1%     | -2.7%    |
| 所得税           | (3.9)  | (4.7)  | (5.4)  | (4.4)  | (4.7)  | 20.9%     | 14.3%     | -19.5%    | 6.7%     |
| 有效税率          | 17.5%  | 17.1%  | 17.6%  | 14.6%  | 14.2%  | -0.4%     | 0.5%      | -3.0%     | -0.5%    |
| 少数股东损益        | (0.4)  | 0.1    | (0.1)  | (0.3)  | (2.3)  | n.a.      | -181.8%   | 180.0%    | 793.3%   |
| 占税后利润%        | 2.2%   | -0.48% | 0.36%  | 1.0%   | 8.0%   | -2.7%     | 0.8%      | 0.6%      | 7.0%     |
| 净利润           | 18.1   | 23.1   | 25.2   | 25.2   | 26.0   | 27.6%     | 9.3%      | -0.2%     | 3.2%     |
| 净利率           | 15.77% | 17.26% | 18.15% | 16.08% | 12.90% | 1.5%      | 0.9%      | -2.1%     | -3.2%    |
| 每股收益(元)       | 0.118  | 0.151  | 0.165  | 0.165  | 0.170  | 27.6%     | 9.3%      | -0.2%     | 3.2%     |

资料来源：公司数据、中金公司研究部

## 北京

中国国际金融有限公司  
中国 北京 100004  
建国门外大街 1 号  
国贸大厦 2 座 28 层  
电话: (8610) 6505-1166  
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司  
北京建国门外大街证券营业部  
中国 北京 100022  
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号  
SK 大厦 1 层  
电话: (8610) 8567-9238  
传真: (8610) 8567-9169

## 上海

中国国际金融有限公司  
上海分公司  
中国 上海 200120  
陆家嘴环路 1233 号  
汇亚大厦 32 层  
电话: (8621) 5879-6226  
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司  
上海淮海中路证券营业部  
中国 上海 200020  
淮海中路 398 号  
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B  
电话: (8621) 6386-1195  
传真: (8621) 6386-1196

## 香港

中国国际金融香港证券有限公司  
国际金融中心第一期 29 楼  
中环港景街 1 号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司  
国际金融中心第一期 29 楼  
中环港景街 1 号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## 深圳

中国国际金融有限公司  
深圳福华一路证券营业部  
中国 深圳 518048  
福田区福华一路 6 号  
免税商务大厦裙楼 107、201  
电话: (86755) 8832-2388  
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。